

Проф. Д-р Трајко Мицевски

Доц. Д-р Силвана Пашоска

КОРПОРАТИВНА ФИНАНСИСКА ПОЛИТИКА



S O D R @ I N A

Predgovor	5
Summary	9
Glava prva	11
Akcionerski dru{tva - korporaciji, osnovawe, organizacija, funkcionirawe i razvoj	11
1.Osnovni postulati na funkcionirawe na akcionerskite dru{tva	11
2.Ulogata i zna~eweto na koporaciite vo sovremeni uslovi na stopanisuvawe	18
3.Korporativno upravuvawe	24

Glava vtora	30
Sovremeni teoretski osvrti za finansiskata politika,	30
strategija i taktika na korporaciite	30
1.Celi, zada~i i soodr`ina na finansiskata politika	37
2.Na~ela i principi na finansiskata politika	44
3.Finansiskata strategija i taktika na korporaciite vo funkcija na racionalno finansirawe	
Glava treta	49
Kapitalot vo funkcija na osnovawe, rabotewe i razvoj na korporaciite	49
1. Teoretski i prakti~ni aspekti na kapitalot	49
2. Cena na kapitalot	55
3. Rizikot i upravuva~kite opcii pri planirawe na potrebniot iznos na kapital	59
4. Finansirawe na akcionerskiot kapital	66
5. Osnovni determinanti za zgolemuвање (namaluvawe) na akcionerskiot kapital	72
Glava ~etvrta	77
Politika na finansirawe na korporaciite	77
1. Makroekonomskiот ambient i politikata na finansirawe	77
2. Organizacija i finansirawe na sekundarniot pazar na kapital	82
3. Politika na kratkoro~no finansirawe (Short-term Financing)	85
4. Karakteristiki na srednoro~noto i dolgoro~noto finansirawe	92
5. Oblici na finansirawe na korporaciite	95
6. Teoretski osvrt na razvojnata strategija i razvojnite celi na korporaciite i mo`nosti za nivno finansirawe	109
7.Investiciona politika vo ramkite na nacionalnata ekonomija	116
Glava petta	119
Finansiskata analiza kako metodolo{ki instrument	

za ocenka na finansiskata stabilnost i	
uspe{nost na korporaciite	119
1. Potrebi i celi na finansiskata analiza	119
2. Analiza na pari~nite tekovi	124
3. Analiza na izvorite na sredstvata i	132
nivnoto koristewe	141
4. Analiza na koristeweto na tu i	142
sredstva	152
5. Analiza na likvidnosta so racio	158
pokazатели	160
6. Analiza na finansiskata sigurnost	
7. Celi i zada~i na principot na	
rentabilnosta	
8. Analiza na rentabilnosta	

Glava {esta	171
Finansiskiot rezultat na korporaciite kako kriterium za nivnata uspe{nost i uslov za natamo{en razvoj	171
1. Determinanti i metodologija za presmetka na finansiskiot rezultat	171
2. Analiza na rizikot vo ostvaruvaweto na finansiskiot rezultat i na dolnata stapka na rentabilnosta	180
3. Politika na raspredelba na finansiskiot rezultat (dobivkata)	184
4. Osnovni postavki na sistemot na dobivka (zaguba) i nivnata struktura	191
Glava sedma	197
Teoretski i prakti~ni aspekti za dividendnata politika	197
1. Celi i zada~i na dividendnata politika	197
2. Dividendnata politika vo funkcija na finansiskata stabilnost i uspe{nost vo raboteweto na korporaciite	206
3. Politika na isplata na dividenda i nejzino vrednuvawe	215
4. Relevantnost na odlukite na dividendnata politika	222
Glava osma	230
Stepenot na korelacija pome u investicionata i dividendnata politika	230
1. Investicionata politika kako segment na delovnata politika i preduslov za ostvaruvawe na dividendnata politika	230
2. Dividendnata politika kako zna~aen segment na razvojnata (investicionata) politika	237
3. Re{avawe na "sprotivstavenosta" pome u `elbata za dinami~en stopanski razvitok i dinami~en raste` na dvidendata	245
4. Aplikativen pristap	248
Zaklu~ok	270

PREDGOVOR

Vo vreme na globalizacija na me|unarnodnite ekonomski, finansiski i monetarni dvi`ewa vo svetot, vo vreme na sé pogolema koncentracija i centralizacija na proizvodstvoto, trgovijata i kapitalot, i vo vreme na potreba od otvorawe na nacionalnite ekonomii kon svetot, korporaciite se prisileni da ja racionaliziraat svojata razvojna, proizvodna i finansiska politika.

Za da mo`at toa da go ostvarat potrebno e korporaciite da ja osovremenuvaat i razvivaat politikata na finansirawe i dividendnata politika na sreden i dolg rok.

Nepobiten e faktot deka denes finansiraweto na korporaciite i vodeweto na dividendnata politika pretstavuva edno od osnovnite podra~ja koe go privlekuva vnimanieto ne samo na menaxerskite timovi od korporaciite, tuku i na site nivni participienti, kako {to se: akcionerite, vrabotenite, bankite, komorite, dr`avata itn.

Od odlukite {to gi donesuvaat menaxerite za finansiraweto na korporaciite, vo golema mera zavisi rastot i razvojot vo idnina. Taka, denes svedoci sme na golem broj bankroti na korporaciji, banki i drugi finansiski institucii, pred si kako rezultat na doneseni neadekvatni odluki vo oblata na finansiraweto, i na nepo~ituvaweto na finansiskite principi, pravila i normi. Za da ne dojde do toa, korporativniot menaxment neophodno e da ima {iroki poznavawa za teoriite za strukturata na kapitalot, za teoriite vo vrska so finansiraweto, investiraweto itn. Potrebata od teoretsko - metodolo{ko poznavawe na procesot na vodewe na racionalna politika na finansirawe, pretstavuva permanenten proces koj postojano treba da se potvrduva vo praktikata i da bide vo funkcija na postojan rast i razvoj na korporaciite.

Imaj}i gi vo predvid site fakti i poznavaj}i gi sostojbite vo nacionalnata i svetskata ekonomija i trendovite na finansiite voop{to, posebno vo

finansiraweto na korporaciite vo 21-ot vek, se opredeliv moeto istra`uvawe da go naso~am to~no na politikata na finansirawe i dividendnata politika vo korporaciite.

Spored toa, osnovna cel koja {to pred sebe ja postaviv e analiza na politikata na finansirawe i na dividendnata politika vo korporaciite vo pazarni uslovi na stopanisuvawe, od teoretski i aplikativen aspekt. Vo toj kontekst neizbe`no e i istra`uvaweto na stepenot na korelacijata pome|u finansiraweto i dividendnata politika vo korporaciite, so primena na sovremeni metodi za presmetuvawe na korelacijata.

Predmet na analizirawe i istra`uvawe vo ovaa kniga e sledното:

- Uka`uvawe na promenite vo na~inot na organizacijata, celite i pravcite na dejstvuvawe na nositelite na vkupnata stopanska aktivnost, a toa se korporaciite;

- Davawe na sovremen teoretski osvrt za finansiskata strategija i taktika na korporaciite;

- Sogleduvawe strukturata na kapitalot i negovata funkcija pri osnovawe, rabotewe i razvoj na korporacijata. Pri {to kako nu`nost se nametnuva potreбата od analizirawe na politikata na kusoro~no, srednoro~no i dolgoro~no finansirawe, kako i rizicite i upravuva~kite opcii pri planirawe na potrebniot kapital;

- Analizirawe i razrabotka na strukturata na finansiskiот pazar so poseben osvrt na pazarot na kapital odnosno berzata na dolgoro~ni hartii od vrednost, koja ~estopati se ozna~uva kako "srcevina na sovremenite pazarni stopanstva";

- Analizirawe na teoretskite i prakti~nite modeli za kvantificirawe na rizicite i prinosite pri investirawe vo realni dobra i finansiski instrumenti, so ocenka na efikasnosta na investicionite vlo`uvawa i rentabilnosta na korporaciite;

- Upatuvawe na faktot spored kogo za uspe{no donesuvawe na strate{ki odluki koi }e vodat kon realizacija na postavenite finansiski planovi, neophodna i zadol`itelna e finansiska analiza ~ija glavna cel e sistematsko vlijanie na dinamikata na optimalizacija na upravuvaweto so finansiite;

- Upatuvawe na teoretskite stojali{ta i metodologijata za kvantificirawe na finansiskiot rezultat i negovata racionalna raspredelba;

- Davawe na odgovor na pra{aweto: koe e zna~eweto na dividendnata politika vo vkupnata politika na korporaciite, so poseben osvrt na pra{aweto na utvruvawe na dividendnata stapka, osnovnite kriteriumi za utvrduvawe na pazarnata vrednost na akciite, kako i zadol`itelno prou~uvawe na isplatata na dividenda i toa od aspekt na stabilnosta, likvidnosta i razvojt na korporaciite;

- Potencirawe na faktot deka politikata na finansirawe, politikata na profit (profitabilnost), dividendnata politika, politikata na refinansirawe na dividendata se klu~ni segmenti vo ostvaruvaweto na kapital vo korporaciite vo pazarni uslovi na stopanisuvawe;

Za da ja ostvaram osnovnata cel na istra`uvaweto, se opredeliv prou~uvanata problematika da bide komponirana vo 8 glavi, so nu`en stepen na seriozen pristap pri razrabotka na sekoja od niv.

Prvata glava se odnesuva na organizacionata postavenost na korporaciite kako nositeli na vkupnata stopanska aktivnost, odnosno kako dominantna forma na organizacija na proizvodstvoto-se razbira ne spored brojnosta, tuku spored fakti~kata ekonomska mo} - u`estvoto vo formiraweto na op{estveni{ot proizvod, vo vrabotuvaweto, izvozot, poseduvaweto i transferot na tehnologija.

Vo vtorata glava e analizirana naglasenata uloga i zna~eweto na finansiskata politika, strategija i taktika, ~ija zada~a e prou~uvawe i unapreduvawe na finansiskite odluki, finansiskoto rabotewe, kako i ostvaruvawe na celite na finansiskata i vkupnata delovna politika.

Trgnuva{j}i od faktot deka vo razvienite pazarni ekonomii pra{aweto za obemot i strukturata na kapitalot ima tretman na strategisko pra{awe, tretata glava ja posvetiv to~no na kapitalot vo funkcija na osnovawe, rabotewe i razvoj na korporaciite, potenciraj{i deka toj e osnoven faktor koj go ovozmo`uva procesot na reprodukcijata i kako takov treba da se obezbedi i zgolemuva, {to sekako

pozitivno je vlijae vrz rastot i razvojot na nacionalното stopanstvo vo celina.

^etvrtata glava se odnesuva na finansiskite pazari i politikata na finansirawe na korporaciite, so posebno istra`uvawe i analizirawe na pazarot na kapital.

Narednata glava e posvetena na finansiskata analiza i toa od aspekt na teorijata i metodologijata za ocenka na likvidnosta, sigurnosta i rentabilnosta na korporaciite.

[estata glava nosi naslov:"Finansiskiot rezultat na korporaciite kako kriterium za nivnata uspe{nost i uslov za natamo{en razvoj". Samiot naslov jasno asocira na toa deka vo ovoj del se razraboteni teoriite za finansiskiot rezultat, kriteriumite i politikata za raspredelba na finansiskiot rezultat.

Centralen del vo istra`uvaweto pretstavuva osmata glava koja se odnesuva na teoretskite i prakti~nite aspekti za dividendnata politika. Tuka posebno e naglaseno mestoto na dividendnata politika vo vkupnosta na politikata na korporaciite, so posebno elaborirawe na dividendnite isplati kako centralen problem na dividendnata politika.

Smetam deka ovoj trud je bide korisen za diplomiranite ekonomisti, za studentite {to studiraat ekonomija i za prakti~arite koi{to se zanimavaat so problemite na implementacija na nau~nata misla i legislativata od oblata na finansiite.

A v t o r o t

Summary

The globalization of the international economic, financial and monetary movements around the world, the greater concentration and decentralization in the process of manufacture, the commerce and the capital, as well as the opening of the national economies opened to the world, enforce the corporations to rationalize its own path of development, as well as their manufacturing and financial policy.

In order to all this the corporations should modernize and improve the policy of the financial and dividend policy on middle and long term.

And that it's exactly here, that we can focus the basic problem, an issue that a lot of corporations are faced to, can be most clearly seen. Furthermore, it is the main issue of financing, the investment and dividend policy.

The relevance of these social problems, for me, was not only a great challenge, for researching and analyzing, but a great obligation for serious access in its elaboration as well.

The dividend policy represents an area interesting for shareholders, but at the same time it is an area, where the corporate management regarding the possibility of mutual connection between the dividend and the market corporation value, endeavours to keep its own interests.

The successful realization of dividend policy is a satisfactory base for efficiency of the investment policy, where the influence of great number of other factors is significant such as: the question of insolvency, the financial structure, the stability of net income, the degree of profitability and soon. Providing of the healthy investment policy that will be the leading factor of the national economy towards stability, success and balance, the chances for success will be enormously satisfactory, having in mind the dividend policy as well, that will be aiming at total satisfaction for share holder's interests, which means payment of high dividend, as a stimulus and potentiality for further investments.

The corporations that continually create profit and invest a great part of it, are regarded as successful corporations, which means that they are improving continually and they create better perspective at the same time.

It might be criticized, having in mind the shareholder's aspect, but in a longer term period it would be completely different. By the investment in the corporation itself, by help of the profit means as well as by more successful management and increasing of its economic and financial image, the value of the corporation is enlarging at the same time and consequently the share's values.

In the corporations where the investment is less done, and where the great part of it goes to the dividend, if might come the situation of regressing, and the process of retrogression in other words a development characterized with slow dynamics, and by the point of view of long term period having in mind the aspect of extreme distance, they lose more than they make real profits.

The total issue, that has been mentioned so far, I have succeeded in analyzing and researching in eight categories of questions in which synthesis the following fields can be followed.

- the policy of financing, the way and the forms of its implementation and the importance of making the decisions, regarding the investment

- and the dividend police, the stability of dividend payments, the altitude of the dividend payment, as well as the decision to keep or reinvest the achieved profit.

The researching and the detailed elaboration of these thematic fields, initiated the awareness to me that in conditions of disadvantageous economic activities, as a result of our reduced investment activity followed by a range of negative economic and social implications especially expressed in unemployment and the social insecurity, the most important thing that should

urgently be done is the economic reconstruction, by entrepreneurship, of new, small private enterprises and business, creating conditions for implementation of economic principals in business, strengthening the competition and its ability in the national economy.

PRVA GLAVA

AKCIONERSKI DRU{TVA - KORPORACII, OSNOVAWE, ORGANIZACIJA, FUNKCIONIRawe I RAZVOJ

1. Osnovni postulati na funkcionirawe na akcionerskite dru{tva

Vo zemja so razvieno pazarno stopanstvo skoro site golemi pretprijatija se osnovaat kako **akcionerski dru{tva - korporacii**. Toa e zatoa {to akcionerskite dru{tva pretstavuvaat eden od oblicite na legalno organizirawe koj {to ovozmo`uva ostvaruvawe na konkretni delovni aktivnosti. Karakteristika na akcionerskoto dru{tvo e i toa {to toa kako praven subjekt e odvoeno od svoite sopstvenici. Poto~no, negoviot kapital e pretstaven vo akcii koi {to mo`at da se prenesuvaat i koi nosat limitirana odgovornost na sopstvenicite na dru{tvoto

za negovite obvrski.¹ Dosega{nata prak{t{ika upat{uva na postoe{ve na pove}e pri~ini i metodi za osnovawe na akcionerski korporaciji.

Pri~inite za osnovawe na akcionerski dru{tva mo`at da bidat pove}e i tie se ili delovni ili li~ni. Delovni pri~ini mo`at da bidat: sposobnosta na akcionerskoto dru{tvo da pribere golemi sumi na kapital za ostvaruvawe na krupni profitabilni zdelki; mo`nosta da se ostvari opredelena delovna ekspanzija koja ne e mo`na so drug vid na dru{tvo; mo`nosta za transformacija na klasi~no pretprijatie vo akcionerska korporacija da se obezbedat pokraj internite izvori na finansirawe (samofinansirawe) i dopolnitelni eksterni izvori na finansirawe, po pat na emisija na akcii; koga postoji akcionersko dru{tvo polesno mo`at da se ostvarat opredeleni delovni kombinaciji i formi na organizirawe za ostvaruvawe na tie delovni kombinaciji; kaj akcionerskite dru{tva e mo`no polesno finansisko konsolidirawe ili sanirawe na finansiskata sostojba; i na krajot, sopstvenicite na akciite mo`at da se menuvaat, a dru{tvoto mo`e nepre~eno da funkcionira, se razbira so novi ili inovirani koncepcii. Pokraj delovnite pri~ini postojat i li~ni, personalni pri~ini za osnovawe na akcionerski korporaciji ili za transformacija na postojnite privatni pretprijatija vo akcionerski korporaciji. Vo grupata na li~ni ili personalni pri~ini mo`at da se spomenat slednive: osloboduvawe od eden del od sopstvenosta na postojното privatno pretprijatie, i po pat na prodavawe na akcii, negovo transformirawe vo akcionersko dru{tvo so cel privatnikot da go prenese rizikot od sebe vrz pogolem broj na kupuva~i na akcii; so ogled na toa {to akcionerskoto dru{tvo ima limitirana odgovornost za obvrskite na dru{tvoto, {to zna~i deka doveritelite ne mo`at da smetaat na li~niot imot na imatelite na akcii za naplata na dolg{ot, go tera privatniot sopstvenik da go transformira postojното privatno pretprijatie vo akcionersko dru{tvo zaradi

1) Vidi: prof. d-r. Tihomir Jovanovski: "Akcionerska ekonomija",

"Ekonomija i biznis", juni 2000 god. Str. 10 - 12

obezbeduvawe na svoja egzistencija i egzistencija na negovata familija.

Metodite na osnovawe akcionersko dru{tvo vo golema mera se determinirani so pri~inite i motivite za osnovawe na dru{tvoto. So ogled na toa {to akcionerskoto dru{tvo raboti so akcionerski kapital, kapital prezentiran vo akcii {to mo`at da se prenesuvaat, emisijata na akcii e determinirana so pri~inite i motivite za osnovawe na dru{tvoto. Ottamu, vo zavisnost od toa dali akcionerskoto dru{tvo se osnova za izveduvawe na rabota na nekoj nov proekt ili nekoj proekt otstapen od drugo dru{tvo, se osnova po pat na reorganizacija na nekoj postojni privatni pretprijatija ili po pat na opredeleni kombinaciji na pretprijatija so cel da se ostvari opredelena sanacija, odnosno finansisko zajaknuvawe, se избира metodot na emisija na hartii od vrednost (akcii) i na~inot na uplata na istite. Trgnuva{j}i od pri~inite za osnovawe na akcionersko dru{tvo i od na~inot na uplata na osnovnata glavnina mo`e da se koristi eden od slednive osnovni metodi za osnovawe na akcionersko dru{tvo: po pat na otvorena i po pat na ograni~ena emisija na akcii.

Otvorenata emisija na akcii vo su{tina pretstavuva nudewe na akciite na javno zainteresirane subjekti (investitori). Dru{tvoto {to vr{i otvorena emisija na akcii mo`e direktno da gi prodava akciite preku specijalizirani posrednici, naj~esto investicioni banki. Vo slu~aj koga otvorenata emisija na akcii se vr{i preku investicioni banki kako posrednici, preku niv se vr{i oblikuvawe na samata emisija, distribucija (alocirawe) na akciite i na niv se prenesuva i rizikot na emisijata. Otvorenata emisija na akcii naj~esto se sproveduva po pat na: emisija so protektus (koga emitentot ja povikuva javnosta na zapi{uvawe na neemituvani hartii od vrednost po utvrdena cena); po pat na dogovorno kupuvawe (dru{tvoto {to ima potreba od finansiski sredstva stapuva vo kontakt so investicionata banka i so nea se dogovara za izvr{uvawe na emisijata); po pat na otkup po fiksna cena; po pat na kupuvawe so naddavawe (razli~ni grupi na investicioni banki konkuriraat za pravo na otkup na emisijata na licitacija); po pat na

otkup po najpovolna cena; i po pat na komisiona rabota (vo ovoj slu~aj investicionata banka se javuva vo uloga na posrednik, a ne na nositel na emisijata).

Ograni~enata emisija na akcii se ostvaruva toga{ koga emisijata na akcii odnapred e naso~ena na pazarot ili na neкои pretpostaveni, no ograni~eni grupi na investitori (delovni banki, zavodi za osiguruvawe, specijalizirani fondovi, postojni sopstvenici vo slu~aj koga se transformira privatno pretprijatie vo akcionersko dru{tvo, delovni komitenti, neкои povlasteni pretprijatija itn.). Naj~esto se pribegnuva kon ograni~ena emisija na akcii zaradi slednoto: **prvo** osiguruvawe na interesot na postojnite sopstvenici, pretpriema~i i drugi karakteristi~ni grupi na potencijalni investitori; i **vtoro**, namaluvawe na tro{ocite na emisijata na akcii. Ograni~enata emisija na akcii obi~no se ostvaruva po pat na privatni plasmani, ograni~en javen plasman ili pak, po pat na voveduvawe (registracija) na akciite na ve}e osnovanoto akcionersko dru{tvo (odnosno na ve}e emituvanite akcii) vo berzite so cel da se steknat opredeleni prava za preproda`ba, na kupenite akcii, na berzite.

Akcionerskoto dru{tvo se osnova so prvi~nata emisija na akcii. So toa, akciite se osnovniot instrument za osnovawe na akcionersko dru{tvo. Vo narednite emisii akciite se instrument so kogo se zgolemuva taka nare~eniot sopstven kapital na akcionerskoto dru{tvo. Akciite, spored toa, se hartii od vrednost, instrumenti na finansiraweto na raboteweto i razvojot na akcionerskoto dru{tvo. Tie se osnoven instrument za formirawe na sopstveni~ka glavnica. Pokraj akciite postoi {iroka lepeza na hartii od vrednost, posebno dolgoro~nite hartii od vrednost (**securities**), a meju niv najzna~ajni se obvrznicite.

Akcionerskoto dru{tvo mo`e do iznosot na osnovnata glavnina da izdava konvertibilni obvrznici koi na doveritelite im davaat pravo da gi zamenat za akcii pri {to tie obvrznici mo`at da se izdadat vo pogolem iznos od osnovnata glavnina samo ako nivnoto izdavawe e celosno obezbedeno so imot na dru{tvoto ili na drug na~in.

Zgolemuwaweto na osnovnata glavnina mo`e da se vr{i:

- so vlogovi;
- so uslovno zgolemuwawe na osnovnata glavnina;
- so odobren kapital;
- so sredstva na dru{tvoto.

Sobranieto mo`e da ja zgolemi osnovnata glavnina so donesuvawe odluka za preobrazba na dobivkata, rezervite i neraspredelenite (zadr`anite) dobivki koi ne bile raspredeleni vo dividendi ili za niv ne bila opredelena druga namena.

Vo postapkata za zgolemuwawe na osnovnata glavnina, akcionerite mo`at da go koristat pravoto na prvenstveno zapi{uvawe na akcii. Imeno, sekoe zgolemuwawe na osnovnata glavnina vo pari na akcionerite, proporcionalno na u`estvoto na nivnite akcii vo osnovnata glavnina, im sozdava pravo na prvenstveno zapi{uvawe na novite akcii. Od pravna gledna to`ka, stanuva zbor za pravo na otkup na novi akcii vo polza na postojnite akcioneri.

So ova pravo se za{tituvaat akcionerite od promeni vo sopstveni`kata struktura na akcionerskoto dru{tvo. Ako ne postoji ova pravo na akcionerite, bi bilo mo`no so zgolemuwawe na osnovnata glavnina i so izdavaweto na novi akcii da se naru{at postojnite odnosi vo dru{tvoto. Zna`i, ako postojnite akcioneri sakaat i ponatamu da gi so`uvaat postojnite sopstveni`ki odnosi, na raspolagawe go imaat pravoto na prvenstveno zapi{uvawe na akcii.²

Pri zgolemuwaweto na osnovnata glavnina akcionerite imaat pravo na prvenstveno zapi{uvawe na novoizdadenite akcii srazmerno na u`estvoto na nivnite akcii vo osnovnata glavnina na dru{tvoto. Na primer, ako edno akcionersko dru{tvo so osnovna glavnina od 200.000 evra, podelena na 2.000 akcii ~ij nominalen iznos e 100 evra, ja zgolemi osnovnata glavnina za u`te 100.000 evra, koja }e bide podelena na 1.000 akcii so nominalen iznos od 100 evra, vo takov slu`aj sekoj akcioner ima prvenstveno pravo za

² Proekt za korporativno upravuvawe, Skopje, maj 2004 god.

zapi{uvawe na akcii spored praviloto: edna nova akcija za dve stari akcii.

Pravoto na prvenstveno kupuvawe e rezervirano za akcionerite, no tie mo`at da se koristat so ova pravo samo ako nivnite akcii se plateni vo celost.

Izvesni finansiski operacii na akcionerskite dru{tva (vleguvawe na nova grupa vo akcionerskoto dru{tvo, prifa}awe od strana na golem akcioner svoeto pobaruvawe da go konvertira vo akcii, plasirawe na emisijata na akcii kaj institucionalni investitori) ne mo`at da se realiziraat ako akcionerite ne se otka`at od nivното pravo na zapi{uvawe na novi akcii.

Sobranieto mo`e da odlu~uva za iskluvaweto na pravoto na prvenstveno zapi{uvawe na novoizdadenite akcii samo vrz osnova na izve{taj, vo pismena forma. Ne treba da se smeta za iskluvawe na pravoto na prvenstvo pri zapi{uvaweto na novoizdadenite akcii, ako banka ili finansiska organizacija ja prezeme novata emisija so obvraska podocna tie akcii prvo da gi ponudi na postojnite akcioneri na dru{tvoto - emitant na akciite. So toa samo tehni~ki se poednostavuva emisijata na novite akcii, a ni na eden na~in ne se o{tetuva pravoto na postojnite akcioneri.

Namaluvaweto na osnovnata glavnina mo`e da se vr{i preku:

- namaluvawe na nominalniot iznos na eden ili pove}e rodovi akcii;
- spojuvawe na eden ili pove}e rodovi akcii so namaluvawe na nivniot nominalen iznos i
- povlekuvawe (poni{tuvawe) na sopstveni i drugi akcii.

Iznosot dobien so namaluvaweto na osnovnata glavnina mo`e da se koristi samo za izramnuvawe na nominalnata vrednost na glavninata, odnosno da se pokrijat zagubite ili da se vnese vo zakonskite rezervi.

Na povik na organot na upravuvawe, akcionerite moraат da gi uplatat vlogovite vo pari, bidej}i vo sprotivno go gubat pravoto na glas se do momentot na pla}awe na zaostanatata uplata plus kamata poradi zadocnuvawe. Pobaruvaweto sprema

društvo, akcionerot ne može da gi prebiva so uplati na akcije.

Site akcioneri imaju pravo na učestvo vo dobivkata, osven ako dobivkata e izzemena od raspredelbata među akcionerite. Kakvo je bide učestvo vo dobivkite se opredeluva spored rodot i klasata na akcije. Dividendata za sekoj rod ili klasa na akcii se plaća srazmerno na site sopstvenici na toj rod ili klasa na akcii.

[to se odnesuva do načinot na upravuvawe, treba da se naglasi deka akcionerskoto društvo samo go izbira sistemot na upravuvawe, koj može da bide ednostepen (odbor na direktori) ili dvostepen (upraven odbor ili upravitel i nadzoren odbor). Členovite na odborot na direktori i nadzorni odbor gi izbira sobranieto so mnozinstvo glasovi od vkupniot broj na akcije so pravo na glas. Najmalku jedna vo tri meseci izvršite članovi na ovie organi podnesuvaat izveštaj za raboteweto, a po istekot na delovната godina podnesuvaat i godišna smetka za raboteweto na društvo.

Ako društvo vo tekot na raboteweto pokaževa zaguba pogolema od 30 % od vrednosta na imotot, odnosno koga osnovната glavčina se namali pod iznosot utvrđen vo statutot, upravniot odbor mora preku izveštaj da gi objasni pričinite za zagubata i da predloži merki za nejzino pokrивawe. Dokolku pak dojde do nesposobnost za plaćawe na društvo ili negova prezadolženost, toga organot na upravuvawe ne smee da vrši nikakvi isplati, osven plaćawa neophodni za redovno rabotewe.

Site akcioneri svoje prava i interesi gi ostvaruvaat vo sobranieto na akcionerskoto društvo i so zapišuvaweto vo akcionerskata kniga steknuvaat pravo na učestvo vo rabotata na sobranieto i pravo na glas.

Osnovno pravilo na akcionerskoto društvo e deka akcionerite nemaat subjektivno pravo da baraat vraćawe na toa što kako vlog go vnele, odnosno uplatile. Toa e pred se posledica na toa što akcionerite ne se sopstvenici poveće na toa što go vločile vo društvo; sopstvenik na vločenoto stanuva akcionerskoto društvo. No, postoji zabrana za vraćawe na vločenoto i zaradi sočuvuvawe na iznosot na

osnovnata glavnina, koj e potreben za izvr{uvawe na obvrskite na dru{tvoto. Do imotot na dru{tvoto akcionerite mo`at da dojdut, po iskluk, vo postapkata za namaluvawe na osnovnata glavnina, kako i vo slu~aj na prestanok na dru{tvoto. I vo dvata slu~aja na akcionerite mo`e da im pripadne soodveten del od imotot na dru{tvoto. Vo slu~aj na prestanok na dru{tvoto na akcionerite mo`e da im pripadne samo del od preostanatiot imot na dru{tvoto po namiruvaweto na obvrskite sprema doveritelite. Ova pravo na akcionerite e pravo na del od ostatokot na likvidacionata masa (ili pravo na likvidaciona kvota).

Toa pravo ima osnova vo faktot {to vo akcijata e pretstaven proporcionalen del od celokupniot imot na dru{tvoto. Vo taa smisla, akcionerot ima nekakvo potencijalno pravo na svojot del od imotot na dru{tvoto, ako dojde do negov prestanok.

Vakvoto pravo srodno na pravoto na dividenda, spa|a vo krugot na osnovnite imotni prava na akcionerot, no pravoto na del od likvidacionata masa pretpostavuva prestanok na akcionerskoto dru{tvo. Dividendata kako pravo, akcionerite mo`at da go ostvaruvaat nasprema aktivno dru{tvo, so prestanokot na dru{tvoto se gasi i mo`nosta da se sozdava i rasporeduva dobivka. Na mestoto na toa imotno pravo nastanuva drugo pravo, pravoto da se bara del od imotot na dru{tvoto {to prestanuva i {to mu pripa|a na akcionerot.

Iskustvoto na stopanski porazvijenite zemji poka`uva deka akcionersките dru{tva se mnogu vitalna forma na organizacija so prakti~no neograni~en `ivoten vek. Toa se dol`i na uspe{no re{enoto pra{awe na upravuvaweto, na razgrani~enata uloga na sopstvenicite na kapitalot i menaxmentot. Svojstvoto na menaxer ne se steknuva vrz osnova na pravoto na sopstvenost vo akcionerskoto dru{tvo. Toa zna~i deka menaxerite ne mora da bidat akcioneri na dru{tvoto. Dokolku edno lice koe raspolaga so akcii na dru{tvoto se javuva vo svojstvo na menaxer, toa svojstvo ne go steknuva od pravoto na sopstvenost, tuku vrz osnova na negovoto profesionalno opredeluvawe i sposobnost za takov vid rabota.

Sopstvenicite na akcii vo razni zemji imaat specijalna zakonska zaštita. Za obvrskite na akcionerskoto društvo tie ne odgovaraat so imotot što im e na lično raspolagawe. Za jaknewe na doverbata na akcionerite vo akcionerskoto društvo golemo znaewe ima kontrolata vrz negovoto rabotewe i vrz prometot na hartiiite od vrednost (akciite), što go vr{at ovlasteni dr`avni institucii (komisii za hartii od vrednost). Vrz osnova na uvidot vo karakterot na rabotite i vo finansiskata sostojba na dru{tvoto, namenata na kapitalot, odnesuvaweto na personalot na dru{tvoto (negovite interesi i nameri), ovie institucii obezbeduvaat preventivna zaštita na imatelite i na idnite kupuva~i na akcii, od razni zloupotrebi što mo`at da go sledat raboteweto na dru{tvoto.

Emisijata i koristeweto na hartiiite od vrednost, odnosno brojot na akciite vo oddelni nacionalni ekonomii e determiniran so nivoto na razvitok na nacionalnata ekonomija, so nivoto na razvienost na finansiskiот pazar, posebno pazarot na kapital, razvienost na pluralizmot na sopstvenost i pluralizmot na pazari, tradiciite vo koristeweto na hartii od vrednost, odnosno emituvaweto i trgovaweto so akcii.

2. Ulogata i znaeweto na korporaciite vo sovremeni uslovi na stopanisuvawe

Korporacijata, kako avtonomen deloven subjekt pravno nezavisean od svoje osniva~i, predstavuva najgolema stopansko - sistemska, delovno - pravna, finansiska i smetkovodstvena forma vo sekoja pazarna ekonomija. Za kratko vreme, korporaciite se afirmiraat kako mo}ni institucionalni aran`mani, sposobni da privle~at kapital od golem broj poedinci i institucii i da go kanaliziraat kon one podra~ja koi{to se nadvor od domenot na drugite organizacioni formi na pretprijatija. Nivnata atraktivnost za investorite, potencijalno golemata ekonomska sila i vode~kata uloga vo prosperitetot na nacionalnite stopanstva, ovozmo`uvaat ovie pretprijatija zna~itelno da pridonesat za superiornost na pazarnite stopanstva nad drugite stopanski sistemi.³

Fakt e deka akcionerskite dru{tva predstavuvaat najpoznat i ekonomski najzna~een organizacionen oblik na korporativni pretprijatija i deka sovremenata finansisko - smetkovodstvena teorija, vo najgolema mera se razvivala na iskustvoto na ovie pretprijatija. Steknuvaj}i praven subjektivitet, korporacijata prifa}a delovno - finansiska odgovornost kon sopstvenicite, kreditorite, vrabotenite i dr`avata, vo pogled na efikasnoto upravuvawe so doverenite sredstva.⁴

Od praven aspekt mo`e da se ka`e deka korporacijata predstavuva zdru`uvawe na fizi~kite lica vo edna avtonomna pravna edinka, koja ima sopstvena pravna li~nost, {to i ovozmo`uva da izvr{uva opredelena dejnost, da poseduva imot i da gi podmiruva dolgovite.⁵

Kako site drugi stopansko - pravni subjekti, i korporacijata mo`e da nabavuva surovini i materijali, da proizveduva i prodava, da gi pla}a svoje obvrski itn. Razlikata e vo toa {to taa

³ M-r Svetlana Kisi} , d-r Mileva Perovi} - Jovanovi}: "Ekonomika preduze~a", Savremena administracija, Beograd , 1999god. , str. 28 - 30.

⁴ Hendriksen E. Accounting Theory, Richard D. Irwin, Inc, Homewood, Illinois, 1997, p. 490 - 495

⁵ Machlup F. Theories of The Firm: Marqinalist, Behavioural Managerial, The American Economic Review , No 1/1997, p. 27

pretstavuva institucionalna tvorba sposobna da privle`e pogolem kapital i da ostvari zna`itelno pogolemi transakcii.

Zemaj}i ja kako osnova pravnata interpretacija vo eden po{irok deloven kontekst, mo`e da se ka`e deka korporativното pretprijatie pretstavuva pravno vtemelena asocijacija na razli`ni interesni grupi (akcioneri, kreditori, vraboteni, dobavuva~i, kupuva~i i sli~no), koi{to preku ostvaruvaweto na zaedni~kite celi nastojuvaat da gi ostvarat svoite parcijalni interesi.⁶

Vramnote`uvaweto na op{tite i parcijalnite celi, odnosno usoglasuvaweto na barawata na razli`nite participienti, pretstavuva eden od najva`nite kriti~ni faktori za uspe{nost na ovie pretprijatija.

Od deloven aspekt, korporacijata stanuva funkcionalno sposobna preku emisija, odnosno prodaba na hartii od vrednost na zainteresiranite poedinci ili institucii. Kako glavni kupuva~i na emitiranite hartii od vrednost, a otuka, i kako glavni izvori za snabduvawe so potrebnite sredstva se slednive:⁷

1. akcinerite (lica ili institucii koi{to pridonesuvaat za formirawe na osnovniot akcionerski kapital) i koi{to po taa osnova steknuvaat odredeni prava i privilegii], i

2. kreditorite (lica ili institucii koi{to vlo`uvaat kapital na određen vremenski period, so osnovna motivacija da ostvarat opredelen prinos na napravenite vlo`uvawa).

Akcinerite pretstavuvaat pravni sopstvenici na korporativното pretprijatie, ~ija{to kamata e opredmetena so goleminata na vlo`eniot kapital i goleminata na ostvarenata dobivka. Me|utoa, i pokraj toa {to tie se fakti~ki sopstvenici, sepa nemaat pravo na raspolagawe nitu povlekuvawe na imotot od delovniot proces, osven vo slu~aj na likvidacija na pretprijatiето. Faktot deka osnova za isplata na nivnite prinosi vo vid na dividenda pretstavuva ostvarenata dobivka po odano~uvaweto, implicira na

⁶ D-r Dejan Malini}: "Politika dobiti korporativnog preduze~a",

Ekonomski fakultet - Beograd, 1999 god. , str. 58 - 59

⁷ Arogon, F. A.: „Financijal Management”, Allyn and Bacon, Boston, 1995 g, str. 120

toa deka nivnite barawa vo odnos na kreditorite i vrabotenite }e bidat posledni pri ispolnuvaweto, kako vo pogled na regularnite prinosi, taka i vo slu~aj na likvidacija.

Promenlivosta na dobivkata uslovena od promenata vo uslovite na rabota, vlijae vrz prinosot na akcionerite koj{to varira od godina vo godina zavisno od uspe{nosta na korporacijata. Toa zna~i deka ako korporacijata raboti bez uspeh, akcionerite prvi }e ostanat bez prinos, a i nivnite osnovni investitori }e bidat zagrozeni. Vo sprotivno, ako korporacijata uspe{no raboti dobivkata im pripa|a na akcionerite, no posle podmiruvaweto na prioritenite barawa na drugite subjekti. [to zna~i deka akcionerite nosat najgolem rizik, so {to i nivnite vlo`uvawa }e imaat smisla samo toga{ koga mo`at da o~ekuvaat pogolem prinos vo odnos na drugite participienti.

So kupuvaweto na akcii akcionerite avtomatski se steknuvaat so pravo na glas. Ova pravo im ovozmo`uva da u~estvuvaat vo procesot na odlu~uvawe pri izmena na kapitalnata struktura, pri promena na neefikasnite timovi, za na~inot na raspredelba na ostvareniot vi{ok i sli~no, so {to indirektno vlijaat na visinata na sopstveniот prinos.

Zna~ajno e da se istakne deka vlijaniето na akcionerite vrz spomenatite odluki e limitirano so brojot na akciите, odnosno visinata na vlo`eniot kapital.

Edno od osnovnite, elementarni prava na akcionerite e pravoto na dividenda i so nego povrzanoto pravo na odlu~uvawe pri raspredelbata na dobivkata. Pritoa, dividendite pretstavuvaat edinstven regularen kanal preku koj{to e mo`no da se vr{i transfer na korporativniот imot na akcionerite. Na ova podra~je se donesuvaat isklu~itelno va`ni odluki za toa koj iznos od dobivkata da se transformira na sopstvenicite, a koj del da se zadr`i vo korporativното pretprijatie. Tuka najmnogu doa|a do izraz konfliktot pome|u onie koi{to go podnesuvaat rizikot (akcionerite) i onie koi{to se izbrani da upravuvaat so toj rizik (menaxerite).

Kreditorite, kako poedinci taka i institucii, pretstavuvaat vtor va`en izvor za

pribavuvawe na potrebniot kapital. Osnovnata prednost na finansiraweto preku zadol`uvawe e mo`nosta za pogolemi za{tedi vo dano~nite izdatoci. Imeno, kamatata kako tekoven tro{ok, namaluvaj}i ja dobivkata istovremeno ja namaluva i osnovicata za odano~uvawe. So toa, finansiraweto preku dolgovi e poeftino, {to pozitivno }e se odrazi i na prose~nite i marginalnite tro{oci na kapitalot. Kaj ovoj na~in na finansirawe i kreditorite imaat odredeni pogodnosti, {to se izrazuvaat vo pomaliot rizik vo odnos na kupuvaweto akcii.

Nastojuvaj}i da privle~e {to pogolem iznos na kapital, menaxmentot na korporacijata mo`e da ponudi, pokraj obi~nite, i tn. preferencijalni akcii. Kapitalot steknat so emisija na ovie akcii ima karakteristiki na sopstven kapital, no i karakteristiki na klasi~en dolg bidej}i ovozmo`uva ostvaruvawe na fiksiran prinos. So kupuvaweto na prioritetnite akcii, vlo`uva~ite se steknuvaat so prioritetno pravo pri naplatata na dividenda i pri povlekuvawe na sredstvata vo slu~aj na likvidacija, vo odnos na obi~nite akcioneri, no ne i vo odnos na kreditorite.

Postoeweto i funkcioniraweto na korporacijata kako delovno - praven entitet, dava mo`nost na site participienti da gi ostvarat sopstvenite celi. Mo`e da se ka`e deka korporacijata rezultira od slednive barawa: ⁸

- da se pronajde model za zna~itelna koncentracija na kapital, so cel ostvaruvawe na golemi delovni potfati i

- da se namali mo`nosta za zaguba na imotot i da se ograni~i samo na iznosot na vlo`enite sredstva.

Vo taa smisla, korporacijata pretstavuva soodveten institucionalen aran`man so isklju~itelni delovni sposobnosti i finansiska fleksibilnost. Blagodarenie na golemata koncentracija na kapital, taa e sposobna da raboti so skapa tehnologija, da vlo`uva sredstva vo fundamentalni istra`uvawa, da razviva novi proizvodi, da gi pro{iruva pazarnite horizonti i da ostvaruva rast i razvoj vo golemi

⁸ Brigham F. E. , Financial Management - Theory and Practice, The Dryden Press, Illinois, 1997 god. P.488 - 489.

razmeri.⁹ Kako takva, korporacijata pretstavuva mo}na institucija koja{to igra zna~ajna uloga vo op{testveniot i politi~kiot `ivot.

Dene{nite korporacii se odlikuvaat so golema materijalna i finansiska sila, ostvaruvaat visoki prihodi i vrabotuvaat stotici iljadi rabotnici. Tie imaat kompleksna struktura, izrazena konkurentaska prednost, pogolem pristap kon ograni~enite resursi, mo`nost za transfer na kapitalot vo razli~ni delovni i geografski podra~ja i sli~no, {to im ovozmo`uva pro{iruvawe na internacionalen plan.

Modernite krupni korporacii prvenstveno se karakteriziraat so golema disperzija na sopstvenost. ^esto pati, sopstvenosta e difuzionirana na stotici iljadi, pa duri i nekolku milioni akcioneri. Tipi~en primer pretstavuva **American Telegrafe and Telefone Company**, so nad dva milioni akcioneri. So disperzijata na sopstvenosta doa|a do disperzija na rizikot na site vlo`uva~i. Korporativniot na~in na vlo`uvawe im dava mo`nost na investitorite vo svoite portfolija da ~uvaat akcii od razli~ni korporativni pretprijatija, so {to pri eventualen neuspeh }e se izgubi samo del od vkupното bogatstvo.¹⁰Ako se ima vo predvid izrasenata me|uzavisnost pome|u prirodната averzija na investitorite kon rizikot na cenata na kapitalot, toga{ jasno e deka disperzijata na sopstvenosta mo`e da vlijae na smaluvawe na tro{ocite na kapitalot. Prifajkaj}i odgovornost za napravenite dolgovi samo vo visina na vlo`eniot kapital, akcionerite uspevaat da go za{titat svojot li~en imot. Poradi toa se smeta deka podobro e da se bide akcioner vo golema korporacija, otkolku inokosen sopstvenik ili ortak.¹¹ Povlekuvaweto na akcionerite, od bilo koi pri~ini, e mo`no so prodaba na akciite na pazarot, kade{to tie go dobivaat vlo`eniot kapital zgolemen ili namalen za iznosot na kapitalnata dobivka ili zaguba, no toa nema nikakvo vlijanie na funkcioniraweto na

⁹ Gorupi} D.: "Preduze~e - Postanak i razvoj preduzetni{tva"

, Informator , Zagreb , 1990, str. 35 - 42.

¹⁰ Gitman J. L. , Joehnk M. D. , Pinches E. G. Managerial Finance, Harper and Row Publishers, New York, 1985 , p. 38 - 39.

¹¹ Brigham F. E. , citirano delo , str. 6 - 7.

korporacijata. Sopstvenosta preminuva od edna raka na druga, no integritetot na imotot na korporacijata ne se naru{uva. Zatoa, mo`e da se ka`e deka korporacijata e najdobar mehanizam za pretvorawe na kratkoro~nite i dolgoro~nite plasmani na poedincite vo nejzin traen izvor.

Osnoven preduslov za uspe{no funkcionirawe na korporacijata e postoeawe na adekvaten delovno - finansiski ambient. Tuka, pred sé, se misli na postoeawe razvien pazar na kapital, kako zbir na institucii, mehanizmi i instrumenti za pribirawe dolgoro~ni sredstva i nivna alokacija. Me|uzavisnosta pome|u pazarot na kapital i korporacijata e vo taa mera izrazeno {to edno bez drugo ne mo`at da egzistiraat. Pazarot na kapital, kako glaven posrednik pri pribirawe i alokacija na dolgoro~niot kapital, gi nametnuva pravilata na igrata koi{to baraat od site u~esnici respektirawe na na~eloto na produktivna upotreba na kapitalot.¹²

Pokraj pazarot na kapital, kako sostaven del od vkupniot finansiski pazar, zna~ajna determinanta na korporativното rabotewe pretstavuva i pazarot na pari kako klu~en posrednik vo kanaliziraweto na kratkoro~ni sredstva. Na ovoj pazar korporaciite gi re{avaat problemite za odr`uvawe na sopstvenata likvidnost, obezbeduvawe na maksimalna rentabilnost i vodewe na soodvetna politika na finansirawe preku plasman na hartii od vrednost ili distribuirawe na rizikot (preku faktoring i forfeting).

Vo strukturata na kapitalot na korporaciite dominiraat eksternite izvori na finansirawe, akcionerskiot kapital kako traen i pozajmenite kako dolgoro~ni izvori na finansirawe. [to zna~i, vo strukturata na kapitalot na korporativnite pretprijatija nema sopstven kapital vo sopstveni~ka smisla. Akcionerskiot kapital, iako po karakterot

¹² D-r J. Todorovi} , N. Stevanovi}: "Zna~aj i pravci restrukturirawe

privrede i wegove implikacije na ra~unovodstvo i finansiski

menaxment", Zbornik radova, Savez ra~unovoxa i revizora Srbije,

1998, str. 5 - 14

traen, kako i sekoj drug eksteren izvor ima svoja cena koja{to se izedna~uva so o~ekuvaniot prinos na napravenite vlo`uvawa. Ottuka, na prv pogled, kako edinstven besplaten izvor ostanuva t.n. zadr`ana zarabotuva~ka, odnosno akumulirana dobivka.

3. Korporativno upravuvawe

Rakovodeweto na korporaciite e centralizirano vo odborot na direktori (kaj ednostepeniot model) ili vo suptilното sodejstvo na upravata i nadzorniот odbor (kaj dvostepeniот model). Sepak, vo realniот

`ivot neizvr{nite ~lenovi na odborot na direktori, odnosno ~lenovite na nadzorniот odbor, naj~esto imaат pasivna i, pred se, nadzorna uloga vo sporedba so izvr{nite ~lenovi na odborot na direktori, odnosno visokite rakovoditeli koi ja so~inuvaат upravata, koi, vsu{nost, sekojdnevno rakovodat so korporacijata.

Osnovnata premisa za postoeewe na centraliziran menaxment vo korporativnite pretprijatija e specijalizacija na ulogite. Vo idealna situacija (vo realnosta toa re~isi nikoga{ ne e taka), investorite t.e. akcionerite ili sopstvenicite treba edinstveno da bidat sopstvenici, a menaxerite - lica so profesionalno znaewe i iskustvo vo upravuvaweto so biznisot na korporaciите. Na toj na~in menaxerite mo`at da go postavat optimalното nivo na vertikalna (hierarsiska) komunikacija i kontrola vo ramkite na korporacijata i da ja zajaknat efikasnosta na rakovodeweto na istata. Ottuka, centraliziraniот menaxment i hierarhiskoto rakovodewe zna~at zgolemuwawe na organizacionata efikasnost na korporaciите.

Akcionerite se lica koi fakti~ki vlo`ile sredstva vo korporacijata i imaат pravo da u`ivaат vo ekonomskite beneficiji od nejziniот uspeh. Sепak, gledano generalno i pragmati~ki, tie imaат ograni~eno vlijanie na na~inot na koj{to se rakovodi, osven vo одreden, мал број slu~ai koga soglasno zakonite za трговски dru{tva i statutite na korporaciите imaат pravo na glas. Formalno - pravno, akcionerite so svoeto pravo na glas odlu~uvaат za najsu{testvenite raboti povrzani so funkcioniraweto na korporaciите, no nivnata teoretska dominacija vo korporacijata vo realniот `ivot ~esto pati te{ko se implementira i izleguva od nivna kontrola.

So drugi zborovi, relacijata me|u akcionerite i menaxerite se sveduva na odnos pome|u nalogodava~ i agent. Zna~i, stanuva zbor za poznatata "teorija na zastapni{tvo" (agency theory). Akcionerite (nalogodava~ite) gi anga`iraат menaxerite (agentite) da izvr{uvaат opredelena usluga (rakovodewe so korporacijata) vo nivno ime i za nivna smetka, {to kako osnoven preduslov podrazbira deka na agentite im

se delegira opredeljeno nivo na ingerencii za odlu~uvawe.

Mo`e da se ka`e deka pod korporativno upravuvawe se podrazbira sistem spored koj{to se upravuvaat i kontroliraat korporaciite. Korporativното upravuvawe vklju~uva set na odnosi me|u menaxmentot na korporacijata, nejziniot odbor, akcionerite i drugite zasegnati lica. Korporativното upravuvawe, isto taka, obezbeduva struktura preku koja {to se utvrduvaat celite na korporacijata, a voedno se opredeluvaaat i na~inite za ostvaruvawe na ovie celi, kako i sledeweto na nejzinite performansi. Dobroto korporativno upravuvawe treba da obezbedi soodvetni stimulansi za da se ostvarat celite {to se vo interes na korporacijata i akcionerite i treba da go olesni efikasniot monitoring, so {to }e gi ohrabri korporaciite efikasno da gi koristat svoje resursi.

13

Vsu{nost, eden od klu~nite elementi za podobruvawe na ekonomskata efikasnost e dobroto korporativno upravuvawe. Denes, korporativното upravuvawe e op{toprifateno kako su{testven preduslov za vospostavuvawe na atraktiven investicijski ambient, koj{to se karakterizira so konkurentni korporacii i efikasen finansiski pazar. Va`nosta na efikasnite finansiski pazari za stopanskiot rast vo dene{no vreme e poddr`ana i na makroekonomsko i na mikroekonomsko nivo, kakov {to e slu~ajot i so po{irokata relacija pome|u modalitetite na korporativno upravuvawe i rastot.¹⁴ Postoi golem broj na empiriski dokazi {to poka`uvaat deka neкои fundamentalni aspekti na dobroto korporativno upravuvawe igraat klu~na uloga vo podobruvaweto na performansite na korporaciite, preku olesnuvaweto na pristapot na pazarot na kapital, zgolemuvaaweto na

¹³ Principi za korporativno upravuvawe na OECD , 1999 (OECD Principles of

Corporate Governance, Preamble).

¹⁴ Pregled na razvojot na korporativното upravuvawe vo zemjite na OECD,

2003 (Survey of Corporate Governance Developments in OECD Countries).

doverbata na investitorite, odnosno pridonesot za pogolema konkurentnost me|u korporaciite.

Korporativното upravuvawe pretstavuva multi dimenzionalen pristap koj{to se stremi kon adekvatno ureduvawe na kompleksniot sistem na me|usebni odnosi na razli~nite grupi u~esnici koi imaat "svoi" interesi od raboteweto na korporaciite.

Postojat mnogu empiriski dokazi {to poka`uvaat deka neкои fundamentalni aspekti na dobroto korporativno upravuvawe igraat klu~na uloga vo podobruvawe na performansite na korporaciite, preku olesnuvawe na nivniot pristap do pazarot na kapital i zgolemuwaweto na doverbata na investitorite vo korporaciite.

Vo razvienite pazarni ekonomii principite na korporativното upravuvawe, pred se, im se nametnuvaat na korporaciite od strana na institucionalnite investitori (investicioni fondovi, penziski fondovi itn.).

Institucionalnite investitori pred da donesat odluka za vlo`uvawe vo odredena korporacija vr{at analiza i ja procenuvaat efikasno{ta na strukturata na upravuvawe vo istata. Toa najlesno se pravi preku sledewe na kreditniot rejting na korporaciite (procesot na utvrduvawe na rejtingot vклу~uva i analiza na upravuva~kata struktura kako eden od klu~nite rizi~ni faktori).

Kompaniite {to sakaat da gi privle~at investicionite fondovi i da steknat evtin kapital od pasivni investitori vo pogled na upravuvaweto so korporacijata, imaat vistinski pazaren stimul da gi primenuvaat standardite na dobroto korporativno upravuvawe.

Vo uslovi na vistinski pazaren ambient, korporaciite voobi~aeno samoinicijativno nastojuvaat da gi primenat najdobrite praktiki na korporativno upravuvawe i da bidat konkurentni vo privlekuvaweto na potrebniot kapital za finansirawe na svoeto rabotewe po najniski tro{oci.

Lo{ata praktika na korporativno upravuvawe, nedostigot na svest za vredno{ta na dobroto korporativno upravuvawe i, ponekoga{, slabata institucionalna ramka, pretstavuvaat zna~ajni pre~ki vo razvivaweto na efikasen pazar na kapital i vo

vospostavuvaweto zdrava investiciona klima vo Jugoisto~na Evropa.

Neodamne{nite i tekovnite reformi na zakonskata i podzakonskata regulativa ja podobrija institucionalnata ramka za korporativno upravuvawe vo pove}eto zemji od Jugoisto~na Evropa, obezbeduvaj}i podobra za{tita od zloupotrebi. Nekolku nacionalni inicijativi za izgotvuvawe na nasoki, na principi za najdobro odnesuvawe i za vospostavuvawe na specijalni berzanski segmenti za korporaciite so kvalitetno korporativno upravuvawe, pridonesoa za zgolemuwawe na svesta i za podobruvawe na praktikata. Investitorite stanuvaaat svesni za pra{awata povrzani so korporativното upravuvawe. Kone~no, berzite i regulatorite na pazarot na hartii od vrednost go zajaknuvaat monitoringot na odnesuvaweto na korporaciite i ja prezemaat vode~kata uloga vo reformite na korporativното upravuvawe. Za uspe{no korporativno upravuvawe neophodno e da se prezemat slednive ~ekori:

- Da se zabrza privatizacijata i taa da se realizira na takov na~in {to }e pridonese za sozdavawe na konkurentski pazari i }e go podobri korporativното upravuvawe, kako vo korporaciite vo dr`avna sopstvenost, taka i vo novoprivatizirane korporacii;

- Privatizacioniot proces treba da nastojuva da go podobri ostvaruvaweto na korporativното upravuvawe na korporaciite koi treba da se privatiziraat, so ogled na toa {to taka }e se olesni plasmanot, }e se osigura povisoko vrednuvawe i polesen pristap do kapital na ovie korporacii;

- Uspe{nata privatizaciona strategija treba da se stremi da go podobri korporativното upravuvawe i po privatizacijata, preku poddr`uvawe na sopstveni~kite strukturi koi go pomagaat dobroto korporativno upravuvawe kaj novoprivatizirane korporacii;

- Vo onie slu~ai kade {to dr`avata ostanuva akcioner, potrebno e da se obezbedi posebna za{tita od zloupotreba na preostanatite akcioneri;

- Slobodnata transferibilnost na akciite treba da bide obezbedena za site akcionerski dru{tva;

- Treba da se ohrabruva u~estvoto na akcionerite vo generalnite akcionerski sobranija;

- Poradi postavenata cel za za{tita na interesite na svoite investitori i drugi korisnici, institucionalnite investitori treba da se ohrabruvaat da gi ostvaruvaat nivnite akcionerski prava na informiran i aktiven na~in;

- Dividendite treba da se isplatuvaat vo razumen period i da se po~ituvaat jasni pravila vo vrska so toa koj ima pravo na dividendata;

- Promenite vo strukturata na akcionerskiot kapital treba da bidat izvr{eni na na~in koj{to }e obezbedi ramnopraven tretman na akcionerite, preku po~ituvawe na pravoto na prvenstven otkup pri novite emisii;

- Treba da se vospostavat i zajaknat nadzornite i kontrolnite mehanizmi, so cel da se spre~at transakcii so povrzani subjekti so koi{to se pravat zloupotrebi, a istoto se odnesuva i na site situacii {to predizvikuvaat konflikt na interesi;

- Insajderskoto trguvawe treba da bide zabraneto so zakon ili so podzakonskite akti od sferata na rabotewe so hartii od vrednost, a nadzorot i sproveduvaweto na zakonitosta vo takvi slu~ai na zloupotreba da se zajaknat;

- Regulatorite na pazarot na hartiite od vrednost vo zemjite od Jugoisto~na Evropa treba da imaat nezavisnost, odgovornost, resursi i pravni lekovi koi{to im se neophodni da vr{at efektiven nadzor vrz finansiskite pazari i samoregulira~kite organizacii;

- Akcionerite bi trebalo da imaat na raspolagawe efikasni mehanizmi za pravna pomo{, vku~uvaj{i profesionalna arbitra`a i mo`nost za zaedni~ko dejstvuvawe so niski tro{oci.

Denes sé pove}e se priznava zna~eweto na dobroto korporativno upravuvawe za privlekuvaweto na investiciite, razvojt na sekundarnite finansiski pazari i prestruktuiraweto na industrijata. Odreden broj zemji vo Jugoisto~na Evropa denes se vo proces na reformirawe na nivnata zakonodavna i institucionalna ramka povrzana so korporativното upravuvawe.



Vrsta osnova na seto ona {to e prethodno istaknato vo vrsta so korporacijate, se doajda do slednive soznanija:

Prvo, korporacijate vo sovremenite pazarni ekonomii se dominantna forma na organizacija na proizvodstvoto - se razbira ne spored brojnosta, tuku spored fakti~kata ekonomska mo} - u~estvoto vo formiraweto na op{testvenioto proizvod, vo vrabotuvaweto, izvozot, poseduvaweto i transferot na tehnologija.

Vtoro, korporacijate denes se mnogu popularni vo zemjite so razviena pazarna ekonomija od prosta pri~ina {to manifestiraat niza prednosti pred ostanatite forme na organizacija na proizvodstvoto:

- stanuva zbor za **vonredno efikasen metod na pribirawe na sloboden pari~en kapital** koj ovozmo`uva korporacijata, prakti~no preku no}, da go mobilizira i ekonomski da go naso~i slobodniot kapital na desetici i stotici iljadi luje;

- toj kapital e **visokokvaliteten izvor na finansirawe** na rastot i razvojt na korporativnite pretprijatija, koi preku nego se steknuvaat so trajni sopstveni sredstva {to ne podle`at na vra}awe na akционерите;

- **korporacijata ima ograni~ena odgovornost**, {to zna~i deka akционерите odgovaraat i snosat rizik samo za vlo`eniot kapital, a ne i so li~niot imot;

- **korporacijata ima trajno postoeawe**, eden vid na kontinuiran, permanenten `ivot, nezavisno od toa kolku pati akciite gi menuvaat svoite sopstvenici, odnosno nezavisno od `ivotot na akционерите i funkcionerite na korporacijata;

- kako rezultat na prethodnite prednosti korporacijate se vo mo`nost da obezbedat i **efikasen i visokokvaliteten menaxment**, imaat jaki razvojno istra`uva~ki slu`bi, polesen pristap do drugite izvori na finansirawe na korporativnoto pretprijatie i tn.

Treto, korporaciite se soo~eni i so odredeni nedostatoci, od koi dve se posebno zna~ajni: ednata e vrzana za dvojnoto odano~uvawe na dohodot na korporacijata, {to zna~i, se pla}a danok na profitot realiziran na nivo na korporacijata i danokot na dividendite na akcionerite, a drugata e vrzana za tro{ocite i ograni~uvawata {to korporaciite moraат da gi podnesuvaат pri izdavaweto na dovolata za rabotewe, dovolata za novite emisii na hartii od vrednost i sl.

VTORA GLAVA

SOVREMENI TEORETSKI OSVRTI ZA FINANSISKATA POLITIKA, STRATEGIJA I TAKTIKA NA KORPORACIITE

1. Celi, zada~i i so dr`ina na finansiskata politika

Vo sovremeni ot stopanski `argon, denes, naj~esto e upotrebu van zborot politika i toa kako ekonomska politika, uvozna, izvozna, monetarna, finansiska i delovna politika, politika na vrabotuvawe i sli~no.¹⁵

Politikata e nauka za ve{tinata na upravuvaweto. Bidej}}i upravuvaweto, vsu{nost, sekoga{ te`i kon ostvaruvawe na nekoja cel, spored toa politikata mo`e da se sfati kako nauka za celite i na~elata, odnosno principite koi{to treba da se primenat za da se ostvarat postavenite celi. So drugi zborovi ka`ano, za politikata ne e biten samo izborot na celite, tuku mnogu pobitno e da se izberat onie na~ela i principi koi{to treba da se primenat za da se ostvarat postavenite celi.¹⁶

Spored predmetot na ovoj trud, moeto istra`uvawe }e bide naso~eno kon **ekonomskata politika** i toa od mikro aspekt, odnosno od aspekt na korporaciite.

I vo domenot na korporacijata sfatena kako osnoven stopanski subjekt - entitet postojat najraznovidni politiki, kako {to se: razvojna, nabavna, proizvodna, proda`na, kadrovska, smetkovodstvena, finansiska, itn.

Vakvoto segmentirawe na osnovnite ekonomski politiki e usloveno od pazarniot ambient i principot na ekonomskata efektivnost i efikasnost. Samo so

¹⁵ Prof. d-r Tihomir Jovanovski: "Finansiski Pazar", Misl a - Skopje, 1994god, str. 40

¹⁶ Prof. d-r Branko Trajkoski: "Delovni finansii so finansiski

menaxment", Ekonomski fakultet - Prilep, 2002 god. , str. 30

vakvoto segmentirawe na op{tata ekonomska politika mo`at da se primenat principite koi{to vodat kon ekonomska efikasnost vo razli~ni to~ki od edinstveni ot process na reprodukcija - nabavka, proizvodstvo, prodaba, finansirawe i sli~no.

Vo ovaa smisla **finansiskata politika** ima zna~ajno mesto i uloga pri ostvaruvaweto na op{tata ekonomska efikasnost na korporaciite.

Koga stanuva zbor za finansiskata politika na korporaciite treba da se istakne deka uspe{noto i navremeno izvr{uvawe na delovnite zada~i na korporaciite, me|u drugoto, e usloveno i od nivnata finansiska situacija. Tokmu zatoa, finansiskata situacija ne mo`e da se odviva stihiski, tuku naprotiv treba da bide planirana, naso~uvana i sekoga{ soobrazuvana so delovnite celi i zada~i na korporativното pretprijatie. So drugi zborovi, faktorite {to ja uslovuvaat finansiskata situacija vo korporativnite pretprijatija ne mo`at da dejstvuvaa stihiski, odnosno nivnoto dejstvuvawe treba sekoga{ da bide predvideno, da bide pod kontrola na organite na upravuvaweto na tie pretprijatija i sekoga{ usoglaseno so nivnite delovni potrebi. Samo na toj na~in mo`e da se obezbedi stabilna finansiska situacija koja{to, od druga strana, }e ovozmo`i nesmetano, stabilno i rentabilno rabotewe na korporaciite. Me|utoa, za da se obezbedi takva finansiska situacija e potrebno prethodno da bidat definirani delovnite i razvojnite celi na korporaciite, kako i na~inite i merkite za nivno ostvaruvawe.

Samo so takvi ot na~in na planirawe mo`e sosema precizno da se predvidi finansiskata situacija koja{to se smeta za neophodna za uspe{no izvr{uvawe na delovnite celi na korporativnite pretprijatija. Istovremeno, so predviduvaweto na finansiskata situacija za naredni ot period e potrebno da se predvidat i niza merki i na~ini za nejzino uspe{no realizirawe, odnosno, realizirawe na o~ekuvani ot finansiski rezultat (dobivkata) i nejzinite segmenti - raspredelba na sredstvata, struktura na izvorite od koi{to tie se finansiraat, likvidnost i finansiska stabilnost determinirani so kratkoro~nata i dolgoro~nata finansiska ramnote`a.

Utvrđuvaweto na finansiskata situacija, koja{to korporativното pretprijatie treba da ja postigne vo eden opredelen vremenski period, na~inite za nejzinoto ostvaruvawe i merkite {to treba da se prezemaat, pretstavuvaat poseben vid dejnost na toa pretprijatie, odnosno na negovite organi na upravuvawe i na menaxmentot vo podra~jeto na finansiskata funkcija koja vo teorijata i stopanskata politika se narekuva finansiska politika.

Utvrđuvaweto na finansiskata situacija, koja{to korporativното pretprijatie treba da ja postigne vo eden opredelen vremenski period, na~inite za nejzinoto ostvaruvawe i merkite {to treba da se prezemaat, pretstavuvaat poseben vid dejnost na pretprijatieto, odnosno na negovite organi na upravuvawe vo podra~jeto na finansiite, a taa se vika finansiska politika na pretprijatijata.

Za finansiskata politika na korporativnite pretprijatija, vo sovremenata teorija od oblata na delovnite finansii i finansiskiot menaxment postojat razli~ni definicii koi{to vo svojata su{tina bitno ne se razlikuvaat, poradi {to vo ovaa prilika }e spomenam nekolku. Taka na primer neкои avtori finansiskata politika ja definiraat kako pojdovna dejnost na finansiskoto upravuvawe na pretprijatieto. Voedno, taa e finansiska politika {to se odnesuva na naso~uvaweto na aktivnostite na finansiskata funkcija i na finansiskite odnosi {to proizleguvaat od nea. Taa, isto taka, se odnesuva na kreativното odlu~uvawe za osnovnite finansiski celi na pretprijatieto, na izborot na soodvetna strategija, struktura i pravila na finansiskite aktivnosti, so cel pravilno da se naso~i nivnoto ostvaruvawe.¹⁷

Od navedenite definicii za finansiskata politika mo`e da se izvle~e zaklu~ok deka taa, vsu{nost, pretstavuva celishodna, kreativna i permanentna aktivnost na menaxmentot i organite na

¹⁷ Vidi: D-r Kostadin Pu{ara: "Menaxment u poslovnim finansijama",

Nau~na kwiga- Beograd, 1996 god. , str. 45 - 49.

upravuvawe vo korporativното pretprijatie i preku nea se vr{i: ¹⁸

- izbor na najoptimalna varijanta na finansiskata situacija, odnosno finansiski celi (finansiski rezultat, obezbeduvawe finansiski sredstva, formirawe finansiski rezervi i t.n.) koi, vo najgolema mera, mo`at da pridonesat za ostvaruvawe na delovnite zada~i na korporaciite;

- izbor na soodvetni na~ini, merki (strategija i taktika) i izbor na pravila na finansiskata aktivnost za uspe{no ostvaruvawe na finansiskite celi.

Zbirot na site ovie aktivnosti vo finansiskata sfera na korporaciite dobiva zaedni~ko ime - finansiska politika. Najverojatno toa e zatoa {to pod politika voop{to se podrazbiraat site onie aktivnosti so koi vo nekoja oblast treba da se postignat i sredstvata koi{to za toa treba da se koristat. Bidej}}i ovie aktivnosti se finansiski i samata politika dobiva ime - finansiska politika.

Celite, zada~ite i predmetot na rabota ili soodr`inata na finansiskata politika logi~no proizleguva od nejzinoto definirawe. Imeno, osnovni celi na finansiskata politika se optimalizacija na obemot i strukturata na sredstvata i izvorite, kako i optimalizacija na likvidnosta i finansiskata stabilnost. Site ovie poedine~ni celi na finansiskata politika se sintetiziraat vo edna op{ta cel, a toa e jaknewe na finansiskata sila na korporativnite pretprijatija.

Toa mo`e da se ostvaruva od dva aspekta: kvalitativen i kvantitativen. Kvantitativniot aspekt se manifestira preku obemot na finansiskite sredstva so koi{to raspologa korporativното pretprijatie. Kvalitativniot aspekt, pak, na finansiskata sila na korporaciite se izrazuva preku: ¹⁹

¹⁸ D-r Branko Trajkoski "Delovni finansii so finansiski menaxment",

Ekonomski fakultet - Prilep , 2002 , str. 70.

¹⁹ Vidi: D-r Slobodan Komazec, D-r Radovan Kova~evi~, D-r Dejan Eri~, D-r

- trajna sposobnost za finansirawe;
- trajna sposobnost za pla}awe - likvidnost
- trajna sposobnost za investirawe;
- trajna sposobnost za odr`uvawe i zgolemuwawe na imotot - vrednosta na korporativното pretprijatie;

- trajna sposobnost da se zadovolat interesite na participientite (vrabotenite, akcionerite, op{testvenata zaednica i sli~no).

Trajna sposobnost na pla}awe e takva finansiska sila na korporativното pretprijatie koja{to ovozmo`uva toa vo sekoj moment, vo rokot na stasuvawe na obvrskite, da bide sposobno da gi plati stasanite obvrski po site osnovi. Ova, pak, ja pretpostavuva mo`nosta pri~inite, odnosno likvidnite sredstva sekoga{ da bidat ednakvi ili pogolemi od stasanite obvrski.

Trajna sposobnost na finansiraweto e takov kvalitet na finansiskata sila koja{to korporativното pretprijatie go pravi sposobno dolgoro~nite vlo`uvawa da gi finansira od sopstveni i pozajmeni dolgoro~ni izvori, a kratkoro~nite vlo`uvawa da gi finansira od pozajmeni izvori, pri {to nema da ja zagrozi sopstvenata likvidnost, rentabilnost i avtonomnost.

Za~uvuvaweto na imotot, pri stabilnost na pari~nata edinica, podrazbira rabotewe bez zaguba, a vo uslovi na inflacija za~uvuvaweto na imotot e takov kvalitet na finansiskata sila pod koj{to se podrazbira za~uvuvawe na namalenata vrednost na sopstvenite sredstva, odnosno na sopstveniот (~ist) imot.

Za razlika od za~uvuvaweto, **zgolemuwaweto na imotot** podrazbira ostvaruvawe na takva akumulacija so koja{to se sozdavaat mo`nosti i uslovi za finansirawe od sopstveni izvori.

Imaj}i go predvid faktot deka finansiskata sila se karakterizira so svoj kvantitet i kvalitet, sosema logi~no se postavuva pra{aweto: na {to da se dade prednost - na kvantitetot ili na kvalitetot? Ova

od pri~ina {to zgolemeniot kvantitet ne zna~i deka avtomatski se podobril i kvalitetot, i obratno sekoe podobruvawe na kvalitetot ne zna~i deka avtomatski e zgolemen i kvantitetot. Od finansiska gledna to~ka, kvantitetot na finansiskata sila, vsu{nost, go uslovuva obemot na raboteweto, a kvalitetot gi uslovuva mo`nostite za toa rabotewe.

Mo`nostite, pak, za rabotewe na sekoja korporacija postojat samo toga{ koga postoji kvalitet na finansiskata sila, odnosno koga korporacijata e likvidna, sposobna da se finansira i da go za~uva imotot. Nezavisno od obemot na sredstvata (kvantitetot na finansiskata sila), ne postoji mo`nost za rabotewe ako korporacijata vo podolg vremenski period e nelikvidna, ako ne e sposobna za finansirawe i ako raboti so zagubi, odnosno ako ne go za~uvala imotot.

Sprema toa, trajna egzistencija se obezbeduva samo so kvalitetot na finansiskata sila. Zna~i, kvalitetot na finansiskata sila ima prioritet nad nejziniot kvantitet.

Za razlika od celite, zada~ite na finansiskata politika se izrazuvaat preku prezemawe na konkretni aktivnosti za ostvaruvawe na celite na finansiskata politika. Toa zna~i donesuvawe na konkretni odluki vo razli~ni podra~ja od {irokiot spektar na finansiskata politika.

Predmet na finansiskata politika e donesuvawe na finansiski odluki za raboteweto, so koi{to se utvrduvaat konkretizirani i operacionalizirani finansiskite celi, na~ini i merki za nivno ostvaruvawe, analizirawe, kontrolirawe itn.

Finansiskata politika pretstavuva mo{ne slo`ena i heterogena aktivnost, ~ija zada~a e trajno prou~uvawe i unapreduvawe na finansiskite odluki, kako i postojano iznao|awe na onie merki i sredstva so koi se unapreduva finansiskoto rabotewe vo korporativnite pretprijatija, a so toa i podobro i pocelosno se ostvaruvaat celite na finansiskata i na delovната politika. Tokmu zaradi vakvata slo`enost i heterogenost finansiskata politika se deli na oddelni delovi {to pretstavuvaat homogeni celini i toa:²⁰

²⁰ Prof. d-r Branko Trajkoski , citirano delo, str. 75

- politika za obezbeduvawe finansiski sredstva;

- politika za finansirawe na reprodukcijata;
- politika za plasirawe na finansiskite sredstva;

- bilansna politika;
- politika na formirawe i raspredeluvawe na vkupniot prihod i na dobivkata;

- politika na finansiski rezervi.

Mejutoa, i pokraj ovie podelbi mora da se naglasi deka i ovie oddelni politiki se mnogu slo`eni i heterogeni, taka {to tie mo`at i natamu da se delat na posebni politiki koi{to }e pretstavuvaat pohomogeni celini. Nivnata podelba vo pretprijatieto, pred se, e uslovena od negovata dejnost.

Pokraj vakvite podelbi, vo ekonomskata literatura se sretnuvaat i drugi podelbi na finansiskata politika, kako {to se ²¹

- osnovna (statutarna);
- tekovna (delovna);
- razvojna finansiska politika.

Osnovnata finansiska politika gi opfa}a slednive posebni politiki:

- politika na osnovnite na~ela i principi na finansiskoto rabotewe - rentabilnost, likvidnost, sigurnost itn.

- politika na upravuvawe so sredstvata i politika na raspredelba na finansiskiot rezultat (struktura na finansiskoto odlu~uvawe).

Tekovната ili delovната finansiska politika gi opfa}a slednive posebni politiki:

- tekovna politika na finansirawe,
- politika na stopanisuvawe so sredstvata,
- politika na likvidnost,
- politika na vkupniot prihod i raspredelba od finansiski aspekt.

²¹ Vidi: D-r Branko Trajkoski: "Delovni finansii so finansiski menaxment" , Ekonomski fakultet - Prilep, 2002 god., str. 71 - 74.

Razvojnata finansiska politika gi opfa}a slednive politiki:

- politika na akumulirawe, mobilizirawe i zdru`uvawe na sredstvata,
- politika na finansirawe na istra`uvawe i razvojt na pazarot,
- politika na finansirawe na tehni~kiot razvoj,
- politika na finansirawe na razvojt na kadrite,
- politika na finansirawe na investiciite,
- politika na finansiskoto investirawe.

Za da se realizira planiraniot finansiski plan i da se ostvarat celite na finansiskata politika, neophodno e da se po~ituvaat opredeleni na~ela ili principi na finansiskata politika, odnosno, osnovite na soznanijata od koi se crpat principite za rabota za da se ostvarat postavenite celi i da se odr`i i zgolemi finansiskata sila.²²

²²Vidi: D-r Kostadin Pu{ara: "Menaxment u poslovnim finansijama", Nau~na Kwiga - Beograd, 1996 god., str. 45 - 49.

2. Načela i principi na finansiskata politika

Vo sovremenata ekonomska literatura, a osobeno vo sovremenite delovni finansii se sretnuvaat mnogubrojni načela, odnosno princip na finansiskata politika, me|utoa najčesto se spomnuvaat slednive: ²³

- načelo na finansiska stabilnost;
- načelo na rentabilnost;
- načelo na likvidnost;
- načelo na finansirawe vo soglasnost so rizikot;
- načelo na finansiska elastičnost;
- načelo na nezavisnost;
- načelo na optimalno aktivizaciono dejstvo na politikata na finansiraweto;
- načelo na a`urnost;
- načelo na finansiska disciplina.

Načeloto na finansiska stabilnost bara finansiskata situacija na korporacijata - dol`nik da bide takva {to toa da ne mora da gi prifati barawata na doveritelite koi{to ne se vo soglasnost so negovite interesi, a pritoa da ne mora da go namali ni obemot na svoeto rabotewe, da bide sposobno od sopstvenite sredstva da izvr{i prosta reprodukcija i, vo ramkite na pro{irenata reprodukcija, da učestvuva so sopstveni sredstva, odnosno da go svede rizikot na doveritelite na minimum.

²³ D-r Dragan Krasuqa: "Poslovne finansije", II izdawe , Beograd , 1994 god. str. 94

Vakvoto sfa}awe na na~eloto na finansiskata stabilnost upatuvu na zaklu~ok deka taa e uslovena od odnosot na dolgoro~no vrzanite sredstva i sopstveniot kapital zgolemen za dolgoro~no pozajmeniot kapital. Ovoj odnos me|u dolgoro~no vrzanite sredstva i sopstveniot kapital zgolemen za dolgoro~no pozajmeniot kapital treba da bide najmnogu edinica ili pomalku od edinica.

Dokolku ovoj odnos e edinica, toa pak zna~i deka dolgoro~no vrzanite sredstva se pokrieni so sopstven ili pak so dolgoro~no pozajmen kapital i tie se nao|aat vo edna ramnote`a. So drugi zborovi, na vakov na~in e obezbedena dolgoro~na finansiska ramnote`a i se sozdadeni osnovni preduslovi za odr`uvawe na likvidnosta vo pogled na dolgoro~noto finansirawe. Dokolku odnosot me|u dolgoro~no vrzanite sredstva (oslovnite sredstva i dolgoro~nite finansiski plasmani i trajnite obrtni sredstva) i sopstveniot kapital, zgolemen za dolgoro~niot pozajmen kapital, e pomal od edinica, zna~i deka dolgoro~nata finansiska ramnote`a e pomestena vo korist na izvorite, a so toa e zgolemena i sigurnosta za odr`uvawe na likvidnosta vo oblata na dolgoro~noto finansirawe. Ovaa sigurnost doa|a ottamu {to del od trajniot kapital i dolgoro~no pozajmeniot kapital se koristi za finansirawe i na kratkoro~no vrzanite sredstva. Dokolku kratkoro~nite sredstva, po svojot obem i dinamika, odgovaraat na kratkoro~nite obvrski, toga{ razlikata me|u sopstveniot kapital i dolgoro~no vrzanite sredstva bi bila vo pari~en oblik i bi pretstavuvala likvidna rezerva, pa bi se koristela za pla}awe na obvrskite koi{to vo momentot koga, od bilo koi pri~ini, mobilizacijata na kratkoro~no vrzanite sredstva, po rokot i obemot, ne bi odgovarala na vtasanite kratkoro~ni obvrski.

Odnosot na sopstveniot i dolgoro~no pozajmeniot kapital e usloven od rentabilnosta i rizikot, od finansiskata stabilnost i reproduktivnata sposobnost. Pri ova treba da se potencira faktot deka finansiskata stabilnost na dolg rok dotolku e polesno da se odr`i, dokolku vo dolgoro~nite izvori na finansirawe pove}e e zastapen sopstveniot kapital. Ova od pri~ina {to sopstveniot kapital trajno e raspolo`liv, osven vo slu~aite na zaguba.

Maksimiziraweto na dobivkata na dolg rok, kako cel na delovната politika, ne mo`e da se ostvari dokolku ne se te`i da se maksimizira dobivkata na kratok rok, bidej`i zbirot na dobivkite vo kratok period ja izrazuva dobivkata na dolg rok.

Gledano od drug aspekt, celta na finansiskata politika - zgolemuвање na finansiskata sila (zgolemuвање na imotot, poto~no sopstveniот kapital), zaedno so trajната sposobnost na finansirawe, isto taka, pretstavuva rentabilnost. Ovaa rentabilnost ne mo`e da se ostvari samo so maksimizirawe na neto dobivkata, tuku i so nejzinata raspredelba. Maksimiziraweto na neto dobivkata vo apsoluten iznos e vo soglasnost so na~eloto na finansiskata stabilnost, dodeka maksimiziraweto na stapkata na prinos na sopstveniот kapital, presmetan so odnosot meѓu neto dobivkata i sopstveniот kapital, mo`e da bide vo sprotivnost so na~eloto na finansiskata stabilnost, gledana od aspekt na odnosot na sopstveniот i pozajmeniот kapital.

Imeno, jakneweto na sopstveniот kapital pridonesuva za zgolemuвање na finansiskata stabilnost, dodeka maksimiziraweto na stapkata na prinos na sopstveniот kapital bara jaknewe na dolgoro~no pozajmeniот kapital, pod pretpostavka deka prose~nata kamatna stapka na pozajmeniот kapital e poniska od prose~nata stapka na prinos na vkupniот kapital. Stapkata na prinos na vkupniот kapital se presmetuva preku odnosot na delovната dobivka i vkupniот kapital.

Na~eloto na rentabilnosta ne bi bilo vo sprotivnost so na~eloto na finansiskata stabilnost dokolku se dade prioritet na zgolemuвaweto na dobivkata vo apsoluten iznos.

Raspredelбата na neto dobivkata, isto taka, bitno vlijae na finansiskata stabilnost, bidej`i samo onoj del od neto dobivkata so koj{to se zgolemuva sopstveniот kapital pridonesuva za zgolemuвање na finansiskata stabilnost.

Vo uslovi na inflacija, dokolku realната vrednost na sopstveniот kapital ne se zgolemuva - odr`uva vrz osnova na efektite od revalorizacijata, toga{ ne se pridonesuva za finansiskata stabilnost. Imeno, vo uslovi na inflacija, finansiskata

stabilnost }e se odr`i samo dokolku sopstveniot kapital, efektite od revalorizacijata i neto dobivkata nameneta za zgolemuwawe na sopstveniot kapital, se zgolemuvaat so pogolema stapka od stapkata na inflacijata.

Na~eloto na likvidnost e mo{ne zna~ajno pri koncepiraweto na politikata na likvidnosta. Tokmu od sproveduwaweto vo `ivot na ova na~elo, vo golema mera }e zavisi i likvidnosta, odnosno finansiskata stabilnost na korporacijata. Voop{to ne bi mo`elo da se vodi nekoja finansiska politika vo pogled na naplata na pobaruwawata i isplata na obvrskite na pretprijatijata ako ne se poznavata i ako vo celost ne se primenuwata tokmu ova na~elo na likvidnosta.

Likvidnite sredstva se presudni za likvidnosta, bidej{i tie slu`at kako op{to plate`no sredstvo za oddelni obvrski. Me|utoa, za na~eloto na likvidnosta raspolo`livite likvidni sredstva, pokraj iznosot i vremeto (rokot), treba da ispolnat u{te eden uslov, a toj e da nema nikakvi zakonski pre~ki ²⁴ pri nivnoto koristewe.

Sprema toa, pari~nite, odnosno likvidnite sredstva, kako faktor na likvidnosta, se karakteriziraat so tri elementa: obem, rok i slobodno koristewe. Likvidnosta mo`e da se nabqduwa od tri aspekta i toa kako: finansiska, delovna i likvidnost na korporacijata vo slu~aj na nejzino prestanuwawe so rabota (pri likvidirawe i sl.).

1. Finansiskata likvidnost na korporacijata e takva likvidnost koja{to ovozmo`uwa taa so likvidnite sredstva navreme da gi ispla}a vtasanite obvrski sprema dr`avata; sprema delovnite banki i sprema partnerite, vrabotenite itn., ne vodej{i, pritoa,

²⁴ Zakonski pre~ki se javuvaat koga korporativnoto pretprijatie ima

pari~ni sredstva na `iro - smetkata, no istite ne mo`e da gi koristi,

bidej{ prethodno ne se isplateni obvrskite sprema dr`avata, kako:

danoci, pridonesi, potoa obvrski sprema delovnite partneri po sudski

izvr{eni re{enija i sl. So drugi zborovi, vo site onie slu~ai koga `iro

- smetkate se "blokirani".

smetka za integritetot na postojniot obem na rabotewe.

2. Delovna likvidnost se smeta onaa finansiska sposobnost na korporativното pretprijatie koga toa mo`e blagovremeno, vo vtasanite rokovi, so raspolo`livite likvidni sredstva, da gi isplati site vtasani obvrski {to proizleguvaat od nominalniot obem na rabotewe. Zna~i, bitna karakteristika na ovaa likvidnost e obezbeduvaweto sposobnost za pla}awe pri nesmalen obem na rabotewe. Vo ovoj slu~aj se odr`uva apsolutnata ramnote`a meju likvidnite sredstva i vtasanite obvrski.

3. Na krajot, likvidnosta mo`e da se razgleduva i od aspekt na sposobnosta na korporativното pretprijatie vo oddelni slu~ai na prestanok so rabota (likvidacija i sl.), da mo`e, so raspolo`livite sredstva, da gi isplati site obvrski. Za vakvata likvidnost se karakteristi~ni nekolku pretpostavki: prvo, korporacijata da prestane so rabota, odnosno da se likvidira; vtoro, site raspolo`livi sredstva (osnovni i obrtni) da se pretvorat vo likvidni - pari~ni sredstva i tredo, site obvrski da bidat vtasani za isplata vo eden moment, naj~esto, vo momentot na prestanuvawe so rabota (likvidirawe i sl.). Zna~i, korporacijata e likvidna ako vkupnite raspolo`livi sredstva, pretvoreni vo pari, se pogolemi od site obvrski, pod uslov site tie da se vtasani vo isto vreme.

Vo fokusot na **na~eloto na finansirawe vo soglasnost so rizikot** se dva rizika: prviot rizik e rizikot na doveritelite deka nema da gi naplatat svoite pobaruvawa i vtoriot rizik e rizikot na korporacijata od negativen finansiski rezultat.

Rizikot kaj doveritelite nastanuva dokolku korporacijata (dol`nik) premnogu se zadol`i. Vo vakvite slu~ai obi~no dol`nikot raboti so zaguba i zagubata e pogolema od negoviot kapital. So drugi zborovi ka`ano, sredstvata so koi{to raspolaga korporacijata se pomali od dolgovite {to gi pravi.

[to se odnesuva do vtoriot rizik, odnosno rizikot od negativen finansiski rezultat, situacijata e ne{to poizmeneta. Imeno, koga korporacijata ima niski fiksni tro{oci, odnosno rashodi vrz osnova na amortizacija, tro{oci na upravata i sl., toga{

rizikot od negativen finansiski rezultat, koj{to bi nastanal so opa|awe na obemot na proizvodstvoto i proda`bata, ili opa|awe na proda`nite ceni e pomal, od pri~ina {to fiksnite tro{oci, odnosno rashodi se mali. [to zna~i deka taa mo`e da si dozvoli vo strukturata na svojot kapital da go jakne pozajmeniot kapital, pa pritoa i pri pla|aweto na kamatite (rashodi i finansirawe), sepak, da ne go namali finansiski rezultat.

Na~eloto na finansiskata elasti~nost ja izrazuva sposobnosta na korporativното pretprijatie da se adaptira vo dve nasoki: ²⁵

prvo, vo pogled na mo`nosta da obezbedi dopolnitelen kapital;

vtoro, vo pogled na mo`nosta za predvremeno vra|awe na pozajmeniot kapital koga ne e ve|e potreben ili pak koga |e stane preskap (pregolema kamata)

Potrebite za dopolnitelen kapital se promenlivi i tie se javuvaat vo slednive slu~ai:

- so novi investicii,
- so promena na uslovite na proda`ba ili nabavka,
- so potrebata da se izvr{i supstitucija na eden so drug vid na kapital.

Mo`nosta da se obezbedi so dopolnitelen kapital e uslovena od ponudata i pobaruva~kata na pazarot na kapital i od negovata kreditna sposobnost (bonitet). Izgledite za obezbeduvawe dopolnitelen kapital dotolku se pogolemi, dokolku rentabilnosta na konkretnata korporacija i nejzina finansiska stabilnost se nad prosekot vo grankata vo koja{to spa|a.

Trgnuva|ji od dosega iznesenoto, smetam deka za da mo`e korporativното pretprijatie slobodno da odlu~uva i avtonomno da donesuva odluki e potrebno da bide nezavisno od doveritelite. Slobodata vo odlu~uvaweto i nezavisnosta od doveritelite tesno se povrzani so finansiskata stabilnost, rentabilnost,

²⁵Vidi: D-r Zoran Ivanovi}: "Finansiski menaxment" , Sveu~ili{te u

Rieci , 2000god. , str. 110.

likvidnost, strukturata na kapitalot, od aspekt na sopstvenosta i finansiskata elastičnost.

Nezavisnosta, odnosno zavisnosta se reperkusira i na slobodata na disponiraweto. Imeno, ako pozajmeniot kapital e dobien so zalog (primer, hipotekarski ili lombarden kredit), toga{ negovata nezavisnost e namalena, bidej{i ne mo`e da go disponira, prodade zalo`eniot imot. Na vakov na~in slobodata na odlu~uvaweto vo golema mera e namalena.

Slikata na finansiraweto na sekoja korporacija najdobro se sogleduva od bilansot na sostojbata. Taa dobrovolno ili po sila na zakon go objavlupa bilansot na sostojbata i toga{ na po{irokata javnost i e dostapna slikata na nejzinoto finansirawe. Kako javnosta }e se odnesuva sprema korporativното pretprijatie vo delovna smisla, pri obnovuvawe i pro{iruvawe na postojnite delovni odnosi, stapuvawa vo novi delovni odnosi i sl., zavisi od toa kakov vpe~atok vo javnosta ostavil bilansot na konkretnoto pretprijatie.

Vo vrska so finansiskata politika, iskustvoto poka`uva deka za {irokata javnost bitna te`ina imaat:

26

- strukturata na kapitalot, od aspekt na sopstvenosta;

- odnosot na imotot i dolgovite;

- odnosot na sopstveniot kapital, zgolemen so dolgoro~no pozajmeniot kapital i osnovnite sredstva, zgolemeni za dolgoro~nite finansiski plasmani;

- odnosot na obrtnite sredstva i kratkoro~nite obvrski.

Prv osnovna na ovie pokazатели {irokata javnost mo`e objektivno da ja oceni finansiskata slika.

Za uspe{no realizirawe na koncipiranata finansiska politika, smetam deka e nu`no da se po~ituva i na~eloto na a`urnost, {to }e obezbedi

²⁶Vidi: D-r Gordana Vitanova: "Pazarot na kapital vo sovremenata teorija

i praktika i negovite funkcii vo finansiraweto na pretprijatijata",

Ekonomski fakultet - Prilep, 2000 god. , str. 70 - 75.

zadovoluvawe na baraweto za re{avawe na finansiskite problemi vo korporativnite pretprijatija.

Na~eloto na a`urnost e takvo na~elo na finansiskoto rabotewe spored koe{to site finansiski raboti treba da se zavr{at navreme, odnosno vo utvrdenite rokovi i vo celost. Spored ova na~elo, a`urnosta se karakterizira so slednive elementi: prvo, izvr{uvawe na site vidovi finansiski raboti; vtoro, celosno izvr{uvawe na finansiskite raboti; i treto, nivno navremeno izvr{uvawe (bez nikakvo odlo`uvawe). Mo`ebi poradi neras~istuvaweto na ovie tri bitni elementa na a`urnost, vo praktikata, taa naj~esto se povrzuva samo so blagovremenoto izvr{uvawe na finansiskata evidencija, a ne i na vkupnite finansiski raboti.

Vaka sfatena a`urnosta na finansiskoto rabotewe tesno e povrzana i e uslovena od efikasnosta na raboteweto na finansiskata slu`ba. Me|utoa, za neefikasnost vo raboteweto na finansiskata slu`ba, a so toa i za pojava na nea`urnost, pridonesuvaat brojni faktori, me|u koi pozna~ajni, i {to naj~esto se sre}avaat se slednive: ²⁷

- nesoodvetna ili lo{a organizacija na raboteweto na finansiskata i na drugite slu`bi;

- nedovolna stru~nost na finansiskite rabotnici;

- preoptovarenost na finansiskata slu`ba so finansiski i drugi raboti;

- otsustvo na soodvetni upatstva za finansiski raboti, i

- mentalitetot na finansiskite rabotnici.

Nea`urnoto finansisko rabotewe e najdobra podloga za razni malverzacii i pojavi na stopanski kriminal, a osobeno toa mo`e da go koristat onie lica {to se predisponirani kon vakov vid kriminal, {to ve{to manipuliraat so finansiskata evidencija i {to se zadol`eni so opredelen obem na sredstva. Spored toa, nea`urnosta vo finansiskoto rabotewe, ne samo

²⁷Vidi: M-r Vasil Mojsoski: "Osnovi na menaxmentot", fakultet za

turizam i ugostitelstvo - Ohrid, 2001 god. , str. 29 - 37

{to ne go ovozmo`uva analiziraweto, tuku ja onevozmo`uva i kontrolata, odnosno taa e necelosna, neefikasna i neblagovremena.

Finansiskite raboti vo korporativnite pretprijatija mnogu se kompleksni, slo`eni, raznovidni i mnogubrojni. Tokmu zatoa, nivnoto izvr{uvawe treba da bide regulirano na soodveten na~in. Toa se vr{i so niza propisi od strana na dr`avata, so interni akti ili so dogovorni odredbi me|u pretprijatiето i drugite delovni subjekti.

Finansiskite propisi na dr`avata, internite akti i delovnite dogovori pretstavuvaat takva regulativa i na~in po koj{to treba da se izvr{uvaat finansiskite raboti. Spored toa, principot na finansiskata disciplina mo`e da se definira kako izvr{uvawe na finansiskite raboti na na~ini utvrdeni so finansiskite propisi na dr`avata, so internite akti i so dogovorite so drugite delovni subjekti.

Toa zna~i deka vo korporacijata ima finansiska disciplina dokolku finansiskoto rabotewe se izvr{uva: soglasno zakonskite propisi, spored internite akti i spored pravosilnite dogovori so drugite delovni subjekti. Vo sprotivno, sekoga{ se javuva finansiska nedisciplina {to se manifestira, ne samo interno, tuku i eksterno, odnosno javno se prika`uva nesredenata finansiska sostojba i nepravilnoto finansisko rabotewe. Ottuka proizleguva izvonredno golemoto zna~ewe na finansiskata disciplina za raboteweto i afirmacijata. Me|utoa, treba i so poseben akt da se definiraat i da se konkretiziraat odgovornostite po oddelni subjekti za sekoe nepravilno izvr{uvawe na pooddelnite finansiski raboti.

3. Finansiska strategija i taktika na korporaciите

vo funkcija na racionalno finansirawe

Od aspekt na delovnata politika na korporativното pretprijatie, strategijata, vo potesna smisla, pretstavuva na~in za ostvaruvawe na celite na

delovna politika, a vo po{iroka smisla, utvrduvawe na celite voop{to. Spored definicijata na **Stonford Researd** strategijata se donesuva na na~in na koj{to pretprijatiето reagira na svojata okolina pri upotrebata na svoje osnovni resursi i na na~in na koj{to gi naso~uva svoje naponi za ostvaruvawe na svoje osnovni celi. Po{iroko sfatena, definicijata na strategijata gi vku~uva pravcite na akcija i alokacija na resursite i utvrduvaweto i transformacijata na osnovnite dolgoro~ni celi. Poto~no, strategijata dejstvuva na podetalni definirawa na celite od aspekt na toa kolku korporativното pretprijatie mo`e da postigne vo soglasnost so svoje sposobnosti usoglaseni vo optimalna ramnote`a (vodej{i smetka za mnogu vlijanija), a {to ne smee, odnosno ne mo`e da napravi.

Za realizacija na strategijata na delovna politika treba da postoji i soodvetna struktura bez koja{to ne mo`e da se ostvari strategijata. Pokraj strategijata na delovna, postoji i strategija na finansiskata politika.

Finansiskata strategija podrazbira poblisko opredeluvawe na finansiskite celi vo ramkite na osnovnite (globalni) finansiski celi {to se postaveni so finansiskata politika.

Za ostvaruvawe na ovie celi prvenstveno treba da se izbere pravecot na akcijata i alokacijata na finansiskite resursi. Spored vakvite stojali{ta mo`e da se konstatira deka finansiskata strategija e integralen del na finansiskata politika.

Kako i finansiskata politika, taka i finansiskata strategija se javuva kako: osnovna, tekovna i razvojna.²⁸

Za razlika od strategijata, **finansiskata taktika** zna~i konkretizacija na strategijata i taa se razlikuva po toa {to e prilagodлива, brzo gi koristi rezultatite, gi isprava gre{kite i gi menuva sopstvenite celi, no taka {to sepak da ostanat vo ramkite na strategiskite celi.

²⁸ Vidi: D-r Kostadin Pu{ara: "Menaxment u poslovnim finansijama",

Nau~na kwiga - Beograd , 1996 god. , str. 84 - 96.

Kako {to e prethodno istaknato, za realizacija na finansiskata strategija i taktika potrebna e soodvetna struktura na sredstvata, izvorite na finansirawe, organizaciona postavenost, alocirawe i mobilizirawe na rezultatite so cel da se ostvarat delovnite, razvojnite i finansiskite celi na korporativното pretprijatie. Vsustnost, strukturata na korporativното pretprijatie pretstavuva kombinacija na sostavnite delovi koi{to se povrzani i ~inat sistemski celi. Meusebno ovie celi se zavisni. Vo literaturata, strukturata na korporacijata se tretira, pred se, kako organizaciona struktura, pri {to se zemaat predvid raznovidnite strukturi {to pretstavuvaat vnatre{ni uslovi za postignuvawe na celite i realizacija na strategijata.

Spored teoretskite gledita, strukturata e definirana kako organizacionen sistem so pomo{ na koj edna korporacija upravuva i toa: prvo, ja vku~uva linijata na avtoritetot, i vtoro, informacii i podatocite {to te~at vo kanalite na komunikacii i avtoritetot.²⁹

Ovie kanali na komunikacii se neophodni za obezbeduvawe efikasno koordinirawe i planirawe na aktivnostite {to se nu`ni za ostvaruvawe na osnovnite celi i nasoki vo realiziraweto na delovната i finansiskata politika.

Koga stanuva zbor za realiziraweto na finansiskata strategija, vsustnost, se raboti za finansisko odlu~uvawe so koe{to se opredeluva nivoto na produktivnost i odgovornost.

Ovde, vsustnost, se misli na pra{awata {to se odnesuvaat na centralizacija i decentralizacija na odlu~uvaweto i naporite za za~uvuvawe na delovната i finansiskata sposobnost na korporacii. Vo pazarni uslovi na stopanisuvawe finansiskite odluki od dolgoro~en karakter, osobeno kaj golemite korporacii ostanuvaat centralizirani. Meutoa, i tamu, gigantnite, golemite korporacii ja diktiraat decentralizacijata. Vo pazarni uslovi na stopanisuvawe e potrebna takva finansiska strategija so koja{to korporacijata }e mo`e da gi realizira

²⁹ Shapiro A. C.: "Modern Corporate Finance", Macmilan Publishing Company, New York, 1990, str.290

finansiskite celi. Za nivna realizacija e potrebno soodvetna struktura. Pokraj kadrovska struktura mo{ne zna~ajni se i drugite strukturi, a osobeno spletot na ekonomskite strukturi, kako {to se: strukturata na nabavkite, strukturata na proizvodstvoto, strukturata na prodabata, strukturata na vlo`uvawata i strukturata na izvorite na sredstvata i sl.

Finansiskata strategija zavisi, kako od strukturata na finansiskoto odlu~uvawe, taka i od strukturata na vlo`uvawata i izvorite na sredstvata. Taka, na primer, strategijata na rasteweto, vrz osnova na investirawe so tu|i sredstva, }e dovede do izmena na strukturata na vlo`uvawata vo pogled na nivnata konstitucionalna struktura na izvorite so toa {to }e se zgolemi u~estvoto na tu|ite sredstva. Kako sostaven del na strategijata treba da se predvidi i plan za vospostavuvawe optimalni odnosi vo finansiskata struktura. Pritoa, posebno, treba da se ima predvid strategijata na finansiskiot lost, odnosno finansijalnosta.

Spregata na finansiskiot lost,³⁰ go pretstavuva odnosot me|u vkupnite obvrski na korporativното pretprijatie sprema vkupnite vlo`uvawa na sredstvata na toa pretprijatie, a mo`e da se koristi vo pozitivna smisla toga{ koga rentabilnosta na sredstvata e pogolema od tro{ocite na funkcioniraweto na pozajmenite sredstva. Od druga strana, finansijalnosta go pretstavuva odnosot me|u rentabilnosta i finansiskite tro{oci ili, poto~no, odnosot me|u finansiskiot rezultat i finansiskite tro{oci. Seto ova e potrebno za da se utvrdat prinosite od finansiraweto so pozajmeni sredstva koi{to se izrazuvaat na toj na~in {to prinosot na vkupnite sredstva posle finansirawe so pozajmeni sredstva da bide pogolem od prinosot na sopstvenite sredstva pred finansiraweto so pozajmeni sredstva. Vo ovaa smisla treba da se potencira dolnata granica na finansirawe so pozajmeni sredstva, a toa e to~kata na indiferentnost na finansiraweto koja{to se postignuva toga{ koga prinosot na sopstvenite sredstva pred

³⁰ Vidi: prof. d-r Branko Trajkoski , citirano delo, str. 121 - 123

finansirawe so pozajmeni sredstva se izedna~i so prinosot na vkupnite sredstva posle finansiraweto so pozajmeni izvori.³¹

Za finansiskata strategija dosega malku e pi{uvano, iako taa odamna postoji vo praktikata. Primer za finansiska strategija mo`e da bide korporativno pretprijatie {to raste i {to vo svojata razvojna politika si postavilo za cel brzo da raste. Toa, vsu{nost, zna~i potreba za osvojuvawe novi pazari, inovacii vo trgovijata i tehni~ko - tehnolo{kiot razvitok (proizvod, tehnologija), na podra~jeto na razvojot na kadrите, investiraweto vo predmetite i pravata i sl. Ovie celi i so niv povrzanite zada~i, sekako, imaat i svoja finansiska komponenta. Zna~i treba da se razvie finansiska strategija na rast {to }e ovozmo`i ostvaruvawe na takvite celi. Osnoven problem na strategijata i taktikata, vo ovoj slu~aj, e akumulacijata i mobilizacijata na potrebnite finansiski sredstva.

Kaj akumulacijata se misli na prirodniot rast do koj{to se doa|a so {tedewe i izdvojuvawe sredstva. Me|utoa, za pobrz rast, sopstvenata akumulacijata ne e dovolna, pa zatoa e potrebno da se mobiliziraat i drugi sredstva. Ovde se misli na onie sredstva {to mo`at da se dobijat so pozajmuvawe pod razni uslovi i od razni finansieri, vku~uvaj}i go i raspi{uvaweto javen zaem, kako i zaedni~kite vlo`uvawa i sl. Pritoa mo`e da se pojavi i takva strategija koja{to }e ja zeme predvid i akumulacijata od zgolemeniot obem na proizvodstvo. So vakva strategija nu`no e povrzano i pra{aweto na odnosite na raspredelбата na dobivkata na korporativното pretprijatie.

Razvojnata finansiska strategija, isto taka, }e gi mobilizira i stranskite finansiski izvori, a }e gi mobilizira i sredstvata od razni banki i korporacii. Ova e takanare~ena agresivna finansiska strategija.

Strategijata mo`e da bide i umerena. Vo ovoj slu~aj se raboti za posmiren raste` na korporativното

³¹Vidi: d-r Bobek [uklev, m-r Qubomir Drakulevski: "Strategiski

menaxment", Ekonomski fakultet - Skopje, 1996 god. , str. 190 - 196

pretprijatie i toa preku pogolemo naso~uvawe na sopstvenite sredstva (sopstveniot kapital).

Teorijata i praktikata poka`uvaat deka finansiskata strategija mora da vodi smetka za problemot na likvidnosta i toa vo onie posebni slu~ai na finansirawe, kako {to e saniraweto, zdru`uvaweto i sl.

Pokraj razvojnata i umerenata strategija, vo literaturata se sretnuva i terminot zapostavena strategija koja{to doveduva do zaostanuvawe i likvidirawe na korporativното pretprijatie. Kaj finansiskata strategija bitna e i strukturata na finansiskoto odlu~uvawe, {to mo`e da bide centralizirana i decentralizirana.

*
* *
*

Vrz osnova na prethodnite istra`uvawa, se doa|a do soznanie deka strategijata se ostvaruva na kratok i podolg rok. Strategijata na kratok rok mora posebno da gi soдр`i i elementite za obezbeduvawe na likvidnosta, koja{to, vo zna~itelna mera, zavisi od razvojnata strategija. Za ostvaruvawe na strategijata e bitno toa {to taa treba da se povrze i so celokupniot reprodukcionen proces na korporaciite.

Kako integralen del na finansiskata politika, strategijata e naso~ena kon detalno opredeluvawe i analizirawe na finansiskite celi {to se o~ekuva da se ostvarat vo ramkite na koncipiranata finansiska politika. Tie celi se odnesuvaat na zgolemuвање na finansiskata sila na korporacijata (zgolemuвање na imotot, poto~no sopstveniot kapital), zaedno so

trajната sposobnost na finansirawe, {to sekako pridonesuva za pogolema rentabilnost.

Smetam deka finansiskata sila na korporaciite {to se karakterizira i so kvantitet i so kvalitet, treba da se odr`uva vo dvete nasoki, nedavaj}i predimstvo na niedna od niv, bidej}i kvantitetot na finansiskata sila go uslovuwa obemot na raboteweto, a kvalitetot gi uslovuwa mo`nostite za toa rabotewe.

Imaj}i go toa vo predvid, kako i uslovite na stopanisuvawe vo sekoja nacionalna ekonomija, mislam deka e potrebna takva finansiska strategija koja{to sigurno }e gi vodi korporaciite kon realizacija na finansiskite celi. Sekako, za toa e potrebno soodvetna struktura, pred se kadrovska, potoa struktura na vlo`uvawata i izvorite na sredstva, struktura na finansiskoto odlu~uvawe itn.

TRETA GLAVA

KAPITALOT VO FUNKCIJA NA OSNOVAWE, RABOTEWE I RAZVOJ NA KORPORACIITE

1. Teoretski i prakti~ni aspekti na kapitalot

Trgnuvaj}i od faktot deka vo uslovi na pazarno stopanisuvawe, pazarna ekonomija i nezapirliv tek na brzite promeni koi baraat usoglasenost i kompatibilnost so onie koi se na vrvot i gi diktiraat pazarnite uslovi, neophodno e da se naglasi deka glavniot lost okolu koj{to se vrtat site aktivnosti e

kapitalot. Toj e osnoven faktor koj go ovozmo`uva procesot na proizvodstvoto, ekonomskata i op{testvenata reprodukcija i kako takov ne treba samo da se obezbedi, tuku postojano da se zgolemuva, {to sekako pozitivno }e vlijae vrz rastot i razvojt na nacionalното stopanstvo vo celost.

Koga kapitalot se razgleduva od aspekt na pazarot na kapital odnosno od aspekt na finansiski pazar, upatuva na potrebata od definirawe na terminot finansiski kapital, na terminot akcionerski kapital i na terminot kapitalizacija. Pod **finansiski kapital** se podrazbira obedinet bankarski i industriski kapital. Obedinuvaweto se ostvaruva na toj na~in {to industriski kapital se plasira vo kupuvawe na akcii na bankite, a bankarski kapital vo kupuvawe na akcii na industriskite korporacii. Na toj na~in pretstavnice na industriski kapital imaj{i del od akciite na bankite stanuvaaat nivni sopstvenici kako {to i bankite, raspolagaj{i so del od akciite na industriskite korporacii stanuvaaat nivni sopstvenici. Na toj na~in, dominantna uloga vo korporacijata prezema vrz sebe finansiski kapital, bidej{i gospodari so site oblasti na stopanstvoto. **Akcionerski kapital** se sozdava na toj na~in {to korporativnite pretprijatija pri osnovaweto i podocna emituvaaat akcii so cel da formiraat inicijalen akcionerski kapital ili isti ot da go zgolemat. Terminot, pak, **kapitalizacija** upatuva na: ³²

- akumulacija na vi{ok na vrednost, odnosno pretvorawe vi{ok na vrednost vo kapital;

- opredeluvawe na cenata na nekoj imot (zemja, fabrika, akcii) vrz osnova na dohodot {to tie go nosat;

- pretvorawe na nekoj imot vo pari~en kapital. [to se odnesuva do **strukturata na kapitalot** taa se definira kako struktura na dolgoro~ni izvori na finansirawe. Strukturata na kapitalot ne e isto {to i finansiskata struktura, bidej{i finansiskata struktura upatuva na na~in kako edna korporacija ja

³² Prof. d-r Tihomir Jovanovski: "Finansiski Pazar", Mislja - Skopje,

1994 god. str. 137

finansira svojata aktiva, pa spored toa e po{irok poim od poimot struktura na kapitalot, bidej}}i gi opfa}a site izvori na finansirawe na delovната aktivnost (kratkoro~na i dolgoro~na). Nekoi strukturata na kapitalot ja sfa}aat kako kombinacija na razli~ni hartii od vrednost {to korporacijata gi emituva so cel da go finansira svoeto rabotewe. Strukturata na kapitalot ja so~inuvaat golem broj na elementi bidej}}i korporaciite se vo sostojba da go finansiraat svoeto rabotewe od slednive mo`ni izvori: sopstveni sredstva, krediti od bankite so emituvawe na razli~ni vidovi na hartii od vrednost kako instrumenti na dolg, so emituvawe na razli~ni vidovi akcii, isto taka, i po pat na lizing, fju~ers dogovori, opcii, varanti, konvertibilni hartii od vrednost i drugi. Site ovie mo`ni izvori na finansiski sredstva za sozdavawe na inicijalen kapital ili za negovo zgolemuвање naj~esto se grupiraat vo dve pogolemi grupi. Ednata grupa pretstavuva grupa na dolg na korporacijata, drugata grupa ja ~inat izvori na finansiski sredstva so koi se sozdava akcionerski kapital.

Poto~no, prvata grupa e finansirawe po pat na dolg i toa podrazbira postoewe na krediten, a ne na sopstveni~ki odnos. Odnosno, sopstvenicite na instrumentite na dolgot se nao}aat vo uloga na doveriteli (kreditori), a sopstvenicite na akciite se i sopstvenici na korporacijata. Isto taka, finansiraweto po pat na dolg e ograni~eno vremenski so rokot na dostasuvawe, na sopstvenicite na instrumentite na dolgot im se isplatuva kamata i glavnica (naj~esto po odnapred podgotven amortizacionen plan) dodeka pak, finansiraweto so akcii nema rok na dostasanost (ne e vremenski ograni~eno), bidej}}i sopstvenicite na akcii so niv raspolagaat vremenski neograni~eno) sé do momentot na prodaba na akciite ili do bankrotiraweto na korporacijata.

Vtorata grupa na izvori na finansiski sredstva po pat na sozdavawe na akcionerski kapital, pokraj pravoto na sopstvenost nad korporacijata, na imatelite na akcii im dava pravo i na kontrola nad raboteweto. Takvo pravo nemaat sopstvenicite na instrumentite na dolgot ako korporacijata dol`nik si

gi izvr{uva obvrskite po dolgot, no dokolku ne se izvr{uvaat obvrskite toga{ sopstvenicite na instrumentite na dolgot steknuvaat pravo na kontrola.

Vo monetarnata ekonomija i po{iroko vo finansiskata ekonomija postojat pove}e gledawa vo vrska so faktorite {to ja determiniraat strukturata na kapitalot. Sepak, najgolemiot broj na avtori koi pi{uvaat za determinantite na strukturata na kapitalot se slo`uvaat vo vrska so toa deka najzna~ajni determinanti se slednite:³³

- **obemot i dinamikata na proizvodstvoto, odnosno na prometot.** Kolku obemot i dinamikata na proizvodstvoto ili na prometot se pogolemi tolku postojat uslovi za zgolemuвање na potreбата od finansiski sredstva po pat na zadol`uvawe ili po pat na emisija na hartii od vrednost. Povolnata proizvodna ili prometna sostojba kaj korporativnite pretprijatija vlijae i vrz nivnata profitabilnost {to upatuva na sposobnosta da se pla}a kamata, odnosno da ostvaruva pogolem prinos na vkupniot akcionerski kapital i na prinosot po edna akcija;

- **stepenot na stabilnost na proizvodstvoto odnosno na prodabata** kako rezultat na koncipirawe i ostvaruvawe na dobra delovna politika, vo golema mera vlijae vrz profitabilnosta. Se razbira, na profitabilnosta na korporacijata vlijae i profitabilnosta vo grankata, a taa pak, e determinirana so karakteristikite {to gi ima grankata vo koja {to spa}a taa korporacija, duri i po{iroko so karakteristikite na vkupnosta na nacionalnata ekonomija;

- **obemot i strukturata na aktivata i pasivata** vo golema mera mo`at da vlijaat vrz toa dali }e preferiraat kratkoro~no ili dolgoro~no kreditirawe, odnosno zemawe na krediti ili emisija na hartii od vrednost;

- **kreditorite i investitorite od edna i menaxerite od druga strana** mo`at da imaat golemo, bi rekle, profesionalno vlijanie vrz obemot i vrz strukturata na kapitalot. Kreditorite i investitorite

³³Vidi: Prof. d-r Tihomir Jovanovski , citirano delo , str. 138

pri plasiraweto na svojot kapital (svoite dolgoro~ni slobodni pari~ni sredstva) vo osnova trgnuvaat od dva kriteriumi: profitabilnosta i visinata na rizikot. Menaxerite, pak, pri zemaweto krediti ili pri emisijata na hartii od vrednost (akcii) trgnuvaat od sostojbata i perspektivite na korporativното pretprijatie, sostojbata i perspektivite na grankata i na nacionalnata ekonomija. I kaj kreditorite i investorite i kaj menaxerite vo prv plan se profitabilnosta, rizikot i individualniot interes;

- Pokraj dosega spomenatite determinanti na obemot i strukturata na kapitalot dosta ~esto vo ekonomskata i finansiskata literatura se sretnuvaat u{te i: **stepenot na fleksibilnosta**, odnosno stepenot na mo`nosta za koristewe na poedini izvori na finansirawe; **finansiskiот rizik**; **sistemot na odano~uvawe**; **finansiskata sposobnost** na subjektite u~esnici na finansiskiот pazar itn.

Vo razvienite pazarni ekonomii pra{aweto na obemot i strukturata na kapitalot ima tretman na strategisko pra{awe. Toa proizleguva ottamu {to preku strukturata na kapitalot se vlijae vrz sozdavaweto na opredelena struktura na sopstvenost, so toa i na upravuvawe so kapitalot; na visinata na tro{ocite i na pristapot za koristewe na ovoj ili na onoj izvor na kapital; na rizikot vo raboteweto, vo plasiraweto na kapitalot i negovoto oploduvawe i vra}awe.

Vo ovoj kontekst treba da se naglasi deka koga se donesuvaat odluki za finansiskata struktura, potrebno e da se baraat optimalnite varijanti, t.e. da se izvr{i izbor na onaa finansiska struktura (struktura na kapitalot) {to }e gi zadovolji kriteriumite na sigurnost. So drugi zborovi ka`ano, treba da se izbere alternativata so najniski tro{oci, koi }e dovedat do pozitiven finansiski rezultat i pogolema likvidnost.

Strukturata na kapitalot, pokraj vrz likvidnosta, vlijae i vrz rentabilnosta, pri {to bitno e da se po~ituva praviloto na pomestuvawe na strukturata na kapitalot sprema tu|iot kapital, bidej{i takvata struktura ja zgolemuva stapkata na prinos na sopstvenite sredstva, i toa se dotoga{ dodeka kamatatata na pozajmenite sredstva e poniska od stapkata na bruto prinosot na vkupnite sredstva

(presmetana od odnosot na akumulacijata plus kamata i vkupnite sredstva finansirani od sopstveni i pozajmeni izvori). Ovde treba da se vniava na faktot deka pregolemata sklonost kon rentabilnost e povrzana so rizikot od prezadol`enost, {to se gleda od pregolemoto u`estvo na obvrskite vo finansiskata struktura. Objektivna opasnost od edna vakva orientacija nastanuva toga{ koga postojat problemati~ni uslovi na stopanisuvawe, koga }e se namalat delovnite aktivnosti i }e se pojavi zaguba. Od druga strana, i preteranoto finansirawe od sopstveni izvori mo`e da bide ograni~uva~ki faktor za rast i razvoj.

Korporacijata pri formiraweto (t.e. optimiziraweto) na strukturata na kapitalot, treba da gi opredeli: ³⁴

• **Odnosot sopstven kapital versus dolgoro~en dolg i**

• **Odnosot interen versus eksteren sopstven kapital.**

Pri opredeluvaweto na ovie odnosi, kako osnovni determinanti se javuvaat: cenata na poedine~nite izvori, odnosno prose~nata cena na kapitalot i pazarnata vrednost na akciite i obvrznicite na korporativnite pretprijatija, odnosno pazarnata valorizacija na nivniot sopstven kapital i na dolgoro~niot dolg. Dolgoro~niot dolg se smeta za relativno poeftin izvor na kapital, bidej}}i kamata na dolgot ja namaluva osnovicata na odano~uvaweto na dobivkata, pa za{tedata vo danokot ja namaluva cenata na kapitalot anga`iran preku emisija na dolgoro~ni obvrznici.

Isto taka, cenata na ovoj kapital e poniska bidej}}i stepenot na rizik kaj obvrznicite e relativno pomal vo odnos na onoj kaj akciite, so ogled na fiksno opredelenite obvrski za kamata i otplatata na dolgoro~niot dolg i na prioritetното pravo na u`estvo na doveritelite vo raspredelbata na dobivkata vo odnos na pravoto na akcionerite; ottamu i o~ekuvanata stapka na prinos na doveritelite e poniska. Vo ovoj kontekst se uka`uva duri i na

³⁴ Prof. d-r Tihomir Jovanovski , citirano delo , str. 145.

određeno dejstvo na svojstvoto na degresija na edine~nite fiksni tro{oci na finansirawe, koe se javuva poradi fiksniot karakter na tro{ocite na kamatata na dolgot.

Spored sfa}aweto na tradicionalna finansiska teorija toa zna~i deka dokolku raste u~estvoto na dolgot do izvesna to~ka, ponderiranata prose~na cena na vkupniot kapital ima tendencija na opalawe sé dodeka strukturata na kapitalot ne se najde vo t.n. zona na optimalnost, vo koja prose~nata cena na kapitalot e minimalna i nepromenлива. Natamo{noto zgolemuwawe na relativното u~estvo na dolgot, doveduva do porast na rizikot od pojava na nesolventnost, {to ja zgolemuva cenata na dolgoro~niot dolg, isto taka ja zgolemuva i cenata na sopstveniот (akcionerskiот) kapital bidej{i poradi optovarenosta na dobivkata so izdatoci za kamati se zgolemuva rizikot deka akcionerite kako rezidualni u~esnici vo nejzinata raspredelba }e ja ostvarat o~ekuvanata stapka na prinos.

Poradi toa, so porast na dolgot prose~nata cena na kapitalot po~nuva da bele`i porast, {to ima za pretpostaven rezultat (pri ostanatite neizmeneti uslovi) pad na pazarnata vrednost na hartiiite na korporacijata, t.e. pad na pazarnata vrednost na samata korporacija, poradi porast na diskontnata stapka {to se koristi pri nejzinoto utvrduwawe. Ottuka proizleguva deka postoji mo`nost za optimizirawe na strukturata na kapitalot so zgolemuwawe na u~estvoto na dolgot do to~ka kade {to prose~nata cena na kapitalot dostignuva minimalno nivo.³⁵

³⁵ Vo modernata finansiska teorija, ima mislewa koi se razlikuvaat od gorenavedenite pretpostavki za postoeve zona na opalawe na prose~nata cena na kapitalot. Vo toj kontekst osobeno e zna~ajna studijata na F. Modigliani i M. Miler. Tie pretpostavuvaa relativno nepromenлива prose~na cena na kapitalot na korporativното pretprijatie so ogled na reagiraweto na investorite koi isto taka ja optimiziraat strukturata na svojot finansiski portfeq. Imeno, so porast na u~estvoto na dolgot vo strukturata na kapitalot (porast na debt/equity odnosot), se zgolemuva nivoto na rizikot za "obi~nite" akcioneri, so ogled na nivnata polo`ba na ,,krajni pobaruva~i" pri raspredelбата na neto dobivkata.

2. Cena na kapitalot

Vo ovoj kontekst na teoretsko objasnuvawe na mo`nostite za optimalna struktura na kapitalot, neophodno e da se ima predvid cenata na kapitalot. Sekoj kapital, nezavisno dali ima sopstveni~ki ili zajmoven karakter, ima svoja cena. Pri ocenuvaweto na ekonomskata opravdanost na izvesen investicionen proekt cenata na kapitalot igra zna~ajna uloga, i pri davaweto na ocenka za istiot sekoga{, kako kriterium, se zemaat o~ekuvaniot prinos na proektot i tro{ocite za negovoto finansirawe.

So zgolemuwaweto na rizikot se zgolemuva i o~ekuvanata stapka na prinos na akcionerskiot kapital, a toa e vsu{nost cenata na "sopstveni" kapital na korporativното pretprijatie. Pri toa namaluvaweto na prose~na cena na kapitalot poradi anga`iraweto na relativno poeftin (dopolnitelen) dolg, celosno se kompenzira so proporcionalното zgolemuvawe na prose~nata cena na kapitalot poradi porast na cenata na akcionerskiot (equity) kapital. Ottuka prose~nata cena na kapitalot na korporativното pretprijatie ostanuva nepromeneta. Modigliani F. , M. Miller: „The cost of capital, corporation finance and the theory of investment”, The American Economic Review, June , 1958.

Cenata na kapitalot obi~no se utvrduva so primena na diskontni metodi so koi{to preku poseben metodolo{ki pristap se obezbeduva sporedlivost na prihodite i rashodite so vku~uvawe na vremenskata preferencija na vrednosta na parite. Preku opredeluvawe na merkata na diskontot, preku koja se vospostavuva odnosot me|u sega{nosta i idninata, proektiranite idei se sveduvaat na sega{ni. Najslø`en problem kaj diskontnite metodi pretstavuva izborot na diskontnata stapka, zatoa {to taa e pod vlijanie na golem broj faktori, i toa: ³⁶

- vidot i u~estvoto na izvorite vo finansirawe na proektot;

- sostojbata na doma{niot i na me|unarodniot pazar na kapital;

- ekonomskata sostojba na zemjata;

- ekonomsko - finansiskata sostojba na investorot;

- mo`nite rizici.

Bidej|i cenata na kapitalot zavisi od cenata na prinosot, investorite pred da se opredelat za oddelna investiciona alternativa neophodno e da gi presmetaat prinosite {to }e gi dobijati od izvr{enite vlo`uvawa. Tie, isto taka, neophodno e da raspolagaat i so soznanija za celokupnite zbidnuvawa na finansiski pazar, vku~uvaj|i go pritoa i rizikot. Bidej|i vlijaniето na rizikot vrz prinosot na finansiski instrument e mnogu golemo, investorite obi~no dr`at portfolio na finansiski instrumenti, so cel da go namalat rizikot. Imeno, koga poseduvaat akcii na golem broj korporativni pretprijatija tie se svesni deka cenite na edni akcii }e porasnat, na drugi }e se namalat, a na tretii }e ostanat isti. So ova verojatnosta da se izgubi e daleku pomala, bidej|i }e se vr{i uprose~uvawe na rezultatite.

Finansiskiот menaxment pri donesuvaweto odluka za koristewe izvori za finansirawe, mora da se stremi da vospostavi optimalna kombinacija na pozajmenite i sopstvenite izvori na kapital. Bidej|i ne postoi univerzalna optimalna kombinacija {to bi

³⁶ M-r Vladimir Filipovski: "Akcionerski kapital", Skopje, 1992 g, s. 34

va`ela za site subjekti, finansiskite menaxeri sekoga{ mora da go imaat predvid faktot deka koristeweto na tu|ite sredstva e korisno, no samo do onoj stepen i obem koj doveduva do namaluvawe na ponderisaniot prose~en tro{ok na vkupniot kapital, a so toa i do zgolemuwawe na vrednosta na korporacijata. Isto taka, pri zadol`uvaweto, i pokraj korista od istoto, neophodno e da se vodi smetka i za za~uvuvawe na finansiskata i delovna samostojnost. Vo prilog na ova }e bidat istaknati i ostanatite faktori {to treba da se imaat predvid pri vospostavuvaweto na optimalna struktura na kapitalot. Tuka se misli na: stopanskiot sistem so site negovi karakteristiki, finansiskiот sistem so site negovi specifi~nosti, pazarot so site negovi komponenti i manifestacii, sistemot na primarna i sekundarna raspredelba, zakonskite propisi {to vladeat vo opredelen moment i t.n.

Imaj}i vo predvid deka kapitalot e osnovniот dvigatel okolu koj se vrtat site aktivnosti, neophodno e da upatime na toa kako se ostvaruva negovoto dvi`ewe i koi se efektite od toa dvi`ewe.

Imeno, kapitalot mo`e da se dvi`i vo ramkite na edna nacionalna ekonomija i nadvor od taa nacionalna ekonomija.³⁷

Vo prviот slu~aj stanuva zbor za sretnuvawe na ponuda i pobaruva~ka na slobodni dolgoro~ni pari~ni sredstva na doma{ni subjekti. Poto~no, doma{nite subjekti se javuvaat vo uloga na nudewe i vo uloga na barawe na slobodni dolgoro~ni pari~ni sredstva. Taa ponuda i pobaruva~ka se ostvaruva na doma{niот pazar na kapital kade {to se formira i cenata na toj kapital.

Vo vtoriot slu~aj koga kapitalot se dvi`i i nadvor od nacionalnata ekonomija stanuva zbor za sretnuvawe na ponuda i pobaruva~ka na slobodni dolgoro~ni pari~ni sredstva na doma{ni i stranski subjekti na doma{niот pazar na kapital (ako toj ima karakteristiki na me|unaroden pazar na kapital) ili pak, na nadvore{nite (me|unarodnite) pazari na kapital.

³⁷ Prof. d-r Branko Trakjoski , citirano delo, str141.

Koga stanuva zbor za doma{niot pazar na kapital toga{, kako {to e prethodno naglaseno kapitalot podrazbira vrednost koja na svojot sopstvenik mu donesuva profit, odnosno vi{ok na vrednost. Sopstvenik na toj kapital mo`e da bide poedinec, korporativno pretprijatie ili pak, dr`avata. Visinata na doma{niot kapital vo osnova e determinirana so nivoto na razvoj na proizvodnite sili, strukturnite karakteristiki na nacionalnata ekonomija, stepenot na efikasnost na stopanisuvawe, sistemot na raspredelba na nacionalniot dohod na akumulacija i potro{uva~ka, sostojbata {to ja ima nacionalnata ekonomija vo ramkite na svetskoto stopanstvo, mo`nostite i determinantite na izvozot i uvozot na kapital od aspekt na nacionalnata ekonomija itn. Sopstvenicite na kapital, odnosno subjektite {to koristat kapital skoro sekoga{ imaat neuramnoute`en priliv i odliv na kapital poradi {to permanentno doa|a do nivno me|usebno plasirawe na kapital, se razbira, pod opredeleni uslovi, celi i interesi. Za da mo`e toa da se ostvari treba da postojat opredeleni uslovi, pred sé, opredelen sistem na cirkulacija. Toj sistem mo`e da bide sistem na zdru`uvawe na sredstvata, bankarsko - kreditniot sistem, sistem na zadol`uvawe i pazarot na kapital.

Sistemot na cirkulacija na kapitalot mo`e da egzistira vo ramkite na edna nacionalna ekonomija, no mo`e da egzistira i vo me|unarodni ramki. Vo prviot slu~aj kapitalot se dvi`i me|u subjektite na nacionalnata ekonomija, a vo вториот slu~aj se dvi`i me|u subjektite na razli~ni drugi nacionalni ekonomii. Vo ramkite na sistemot na cirkulacija na kapitalot se ostvaruva neto ponuda (ako saldoto me|u formiraweto i plasiraweto na vkupniot finansiski potencijal na opredelena nacionalna ekonomija e suficitarno) ili neto pobaruva~ka (do kolku se deficitarni neto pobaruvawata na finansiskite sredstva). Koga se ostvaruva neto ponudata ili neto pobaruva~kata }e moraat site tekovi na kapitalot prvo da se iskompenziraat vo zemjata i potoa da se ostvari me|unarodno dvi`ewe na kapital. Site tekovi na kapitalot permanentno se ostvaruvaat i tie se isprepleteni me|usebno.

Toa poka`uva deka postoi permanentna potreba od dvi`ewe na kapitalot kako vo nacionalni ramki (vo ramkite na nacionalnata ekonomija) isto taka, i vo me|unarodni ramki (pome|u nacionalnite ekonomii). Poto~no, poznato e deka niedna nacionalna ekonomija vo sovremeni uslovi ne mo`e da se izolira (ili da bide izolirana) od potrebata za izvoz i uvoz na kapital bez ogled na toa dali taa vo pokus ili vo podolg vremenski period }e bide neto suficitarna ili neto deficitarna so kapital. Bidej}}i dvi`eweto na kapitalot e dvonaso~no vo koe edni subjekti zemaat (kupuvaat) kapital, a drugi subjekti davaat (prodavaat) kapital, odnosno edni isti subjekti mo`at da se javat vo uloga edna{ kako zema~i, a drugpat kako dava~i na kapital, saldoto na tie me|usebni permanentni dvi`ewa na kapitalot mo`e da pretstavuva samo eden momentalen presek na sostojbata, da pretstavuva samo eden mig vo permanentnata dinamika.

Po pat na analiza na sostojbata vo dvi`eweto na kapitalot vo eden presek ili vo eden daden vremenski period se doa|a do soznanie deka edni subjekti, odnosno subjekti na edna zemja gledano vo celost imaat vi{ok vo dvi`eweto na kapitalot (neto pobaruvawe na kapital) vo odnos na drugi subjekti, odnosno subjekti na drugi zemji koi imaat kusok vo dvi`eweto na kapitalot). Vo toj slu~aj se zboruva za neto transfer, za dvi`ewe na kapitalot me|u subjektite, odnosno za neto transfer vo me|unarodnoto dvi`ewe na kapitalot od suficitarnite vo deficitarni zemji. Neto transferot na kapital se ostvaruva bidej}}i kapitalot permanentno se plasira ili replasira se so cel da najde podobar plasman, da se ostvari {to e mo`no pogolem profit. Zatoa, ~esto se spomenuva deka kapitalot ne poznavaa granici vo ostvaruvaweto na povisok profit.

3. Rizikot i uprvuva~kite opcii pri planirawe na potrebniot iznos na kapital

Rizikot ³⁸ vo vkupното rabotewe, spored toa i vo finansiskoto rabotewe i vo raboteweto na finansiskiот pazar, posebno na pazarot na kapital, e permanentno prisuten i mo`e da bide namalen i ubla`en, no ne i celosno odstranet. Od tie pri~ini vo teoretskata obrabotka i vo sekojdnevното rabotewe golemo vnimanie im se posvetuva na determinantite i posledicite od rizicite i na na~inot na nivното minimizirawe. Mo`nite rizici od aspekt na determinantite naj~esto se grupiraat vo dve pogolemi grupi:

- nestopanski rizici i
- stopanski rizici

Nestopanskite rizici odnosno rizicite predizvikani od nestopanski (neekonomski)

³⁸ Zborot rizik doa|a od latinskiот zbor **Risico**, francuskiот zbor **Risque** i

angliskiот zbor **Risk**. Etimolo{ki upatuva na opasnost, izlo`uvawe na

opasnost, smel podvig, rabota ili vlog povrzani so opasnost da

propadnat, ili da se izgubat.

determinanti, nastanuvaa kako rezultat na prirodni stihii i elementarni nepogodi, podgotovka za vojna ili za vodewe na vojna (transformirawe na nacionalnata ekonomija vo voena ekonomija), socijalni tenzii predizvikani od razli~ni pri~ini, politi~ki tenzii i drugo.

Stopanskite rizici, odnosno rizicite predizvikani od stopanski (ekonomski) determinanti vo su{tina mo`at da bidat: tehni~ki, fizi~ki i finansiski. Tehni~kite rizici proizleguvaat od tehnologijata na raboteweto i koristeweto na tehnikata, od mo`nosta za nastapuvawe na {tetnite dejstvija kako posledica na na~inot na vr{ewe na delovni postapki. Fizi~kite rizici se vrzani za materijalnata soodr`ina na sredstvata vo procesot na raboteweto, odnosno za dejstvijata {to doveduvaat do propalawe ili is~eznuvawe na materijalnite dobra poradi dejstviето na neкои сили. Finansiskite rizici se javuvaat poradi mo`nata pojava na {teta pri vr{eweto na finansiskite raboti, odnosno kako posledica na promenite na finansiskite uslovi pod koi se vr{at rabotite (lo{i delovni dogovori, pogre{ni kalkulacii i presmetki), kako i finansiskite merki vo zemjata i vo stranstvo. Stopanskite rizici mo`at da bidat predizvikani od objektivni i od subjektivni determinanti, od interni i od eksterni determinanti i mo`at da imaat makro i mikro aspekt.

Vo ostvaruvaweto na finansiskiot menaxment korporaciите permanentno se soo~eni so opredeleni rizici. Tie rizici mo`at da imaat makro i mikro aspekt. Poto~no, tie rizici mo`at da bidat rezultat na nesoodvetno koncipirana i ostvaruvana makroekonomska politika vku~uvaj{i ja tuka i finansiskata politika vo po{iroka smisla na zborot. Isto taka, tie rizici mo`at da bidat rezultat i na nesoodvetno koncipiranata i ostvaruvana delovna politika, odnosno finansiskata politika i finansiskata strategija. Vo ostvaruvaweto na finansiskiot menaxment, {to vo su{tina pretstavuva upravuvawe so sredstvata i nivnoto racionalno koristewe, se javuva edna lepeza na mo`ni rizici. Tie se rizici vo finansiskiot menaxment i se javuvaat vo celiot tek na finansiskite dvi`ewa od nivnoto vleguvawe vo reprodukcijata, nivnoto izleguvawe i

povtorno vra}awe vo reprodukcijata. Se razbira, ovde stanuva zbor za rizici od oblata na: ³⁹

- pari~noto rabotewe;
- raboteweto so hartii od vrednost;
- deviznoto rabotewe
- raboteweto na finansiskiot pazar.

Finansiskiot menaxment vo raboteweto so hartii od vrednost vo sebe sodr`i finansiski rizici. Imeno, mo`nosti za finansiski rizici postojat od momentot na donesuvawe na odluka za emisija na hartii od vrednost, nivnoto emituvawe, nivnoto prodavawe ili preprodavawe, sé do gaseweto, odnosno poni{tuvaweto na hartiite od vrednost. Nepoznavaweto na propisite vo vrska so raboteweto so hartiite od vrednost, nestru~nosta na licata {to rabotat so hartii od vrednost, oscilaciite na kursevite na berzite na hartiite od vrednost, isto taka, vlijaat na goleminata na rizikot.

Osnovni vidovi rizici so koi se sretnuvaat investitorite na pazarot na kapital i na berzite se:

- finansiski rizik;
- pazaren rizik na likvidnost;
- rizik na kupovna sila i
- cenoven rizik.

Finansiskiot rizik e bazi~en rizik za site finansiski instrumenti. Koga se vo pra}awe obvrznici se narekuva i krediten rizik, odnosno rizik od neizvr{uvawe na pari~nite obvrski (default risk), a za akciite e karakteristi~en **equity risk**. Kaj dolgovnite instrumenti finansiskiot rizik ja izrazuva mo`nosta, verojatnosta deka korisnikot na kredit nema da ja izvr{i prezemenata obvraska vo celost ili delumno, odnosno deka nema da se pridr`uva na dogovorenite rokovi. Pritoa, potpolno e nerelevantno dali korisnikot ne saka ili pak ne e vo mo`nost da ja izvr{i pari~nata obvraska. Zagubata mo`e da bide celosna ili delumna. Koga e vo pra}awe akcija ne postoji obvraska za definitivno pla}awe, no sopstvenikot na akcijata e izlo`en na rizik

³⁹ D-r Zoran Ivanovi}: "Finansiski menaxment" , Sveu~ili{te u Rieci ,

2000god. , str. 228.

korporativното pretprijatie poradi lo{oto rabotewe da ne mo`e da bide vo mo`nost da pla}a dividenda, odnosno deka vrednosta na aktivata {to ja pobaruva nekolku pati da se namali.

So problemot na finansiskiot rizik posebno se zanimavaat investitorite. Za taa cel postojat i specijalizirani agencii za opredeluvawe na rejtingot na hartiite od vrednost. Se razbira, najgolem rejting dobivaat hartiite od vrednost so najniska stapka na finansiski rizik.

Pazarniot rizik na likvidnosta se javuva vo sostojba koga finansiskite instrumenti se prodavaat pred kone~niot rok na dostasuvawe. Likvidni se smetaat onie finansiski instrumenti kaj koi ne postoi rizik na zaguba koga se prodavaat pred kone~niot rok. Stepenot na likvidnost e opredelen so odnosot meju maksimalno o~ekuvanata cena i pazarnata cena {to e dobiena so prodavaweto vo relativno kratok vremenski period. Pokraj toa, vrz likvidnosta na hartiite od vrednost vlijae i stabilnosta na sekundarniot pazar. Neizvesnosta vo pogled na proda`nata cena direktno vlijae vrz rizikot na likvidnosta. Obemot na transakcii na sekundarniot pazar na kapital (na hartii od vrednost), isto taka, vlijae vrz rizikot na likvidnosta na hartiite od vrednost. Kolku e pogolem obemot na transakciite tolku se zgolemuva rizikot na likvidnosta i obratno.

Rizikot na kupovната sila e vo tesna vrska so nepovolniot rezultat od plasiraweto na hartii od vrednost vo uslovi na inflacija. Ovoj rizik e posebno prisuten kaj dolgovnite instrumenti so fiksna nominalna kamatna stapka. Koga cenite rastat, a vrednosta na parite opa}a, realnite kamatni stapki se formiraat zna~itelno pod nominalnite kamatni stapki. Za razlika od obvrznicite kaj koi pobaruwawata se determinirani so nominalniot tek na dobivkata, kaj akciite pobaruwawata se determinirani so visinata na realnata dobivka poradi {to imaat tretman na vlo`uvawa bez rizik vo odnos na kupovната sila.

Cenovniot rizik e rizik determiniran so namaluvawe na pazarnata vrednost na finansiskite instrumenti kako rezultat na promenite vo visinata na kamatnite stapki ili na promenite vo visinata na devizniot kurs.

Vo ramkite na dadenata politi~ka, socijalna, ekonomska i finansiska konstelacija sekoj ekonomski subjekt vo koncipiraweto i ostvaruvaweto na svojata finansiska politika i finansiska strategija (finansiski menaxment) kako segment na delovната politika e prisilen da vodi smetka za rizicite {to mo`at da nastanat. Poto~no, ekonomskite subjekti vo ostvaruvaweto na finansiskiot menaxment, vo upravuvaweto so sredstvata (so kapitalot) treba da upravuvaat i so rizicite vo raboteweto, posebno so finansiskite rizici. Tie toa mora da go pravat zaradi normalното vr{ewe na dejnost, normalното odvivawe na investicionata aktivnost, normalното rabotewe na finansiskiot pazar i za~uvuvaweto na sopstvenosta na imotot, kapitalot i profitot. Ekonomskite subjekti moraат da vr{at **ex post** i **ex ante** sogleduwawa na mo`nostite od rizici, da gi primenuvaat poznatite metodi na istra`uwawe na rizicite i sredstvata i metodite za nivното odstranuwawe.

Prinosot pretstavuva vo pari ili vo procenti izrazena dobivka ili zaguba od investirawe vo nekoje sredstvo. Vo zavisnost od potekloto, kaj vkupniot prinos bi mo`elo da se razlikuvaat dva dela: del koj poteknuva od pari~nite tekovi (dobivka, kamata, dividenda) i del koj poteknuva od promenata na vrednosta na sredstvoto. Koga e vo pra{awe investicija vo nabavka na tu|i akcii, toga{ vkupniot prinos od ovaa investicija za opredelen period (edna godina) se sostoi od dividendata {to }e se primi za tie akcii vo odnosnata godina, i od razlikata vo cenata na akcijata na po~etokot i na krajot na godinata.

Vo uslovi na inflacija, poradi obezvrednuvawe na pari~nata edinica, nominalniot prinos ne ja izrazuva negovata realna golemina. Zaradi donesuvawe pravilni ocenki za goleminata na prinosot se nametnuva potreba od sogleduwawe na efektot na inflacijata i od dobivawe na realnata golemina na prinosot. Za taa cel se koristi ravenkata za **Fi{eroviot efekt**, koja ja ima slednava forma:⁴⁰

⁴⁰ D-r Dragan Krasuqa: "Poslovne finansije", Beograd, 1994 god. , str. 182.

$$(1 + R) = (1 + r) \times (1 + h)$$

kade:

R = nominalen prinos

r = realen prinos

h = efekt na inflacijata

Na donesuvaweto finansiski odluki vo uslovi na neizvesnost vrz subjektite vlijaat pove}e okolnosti, me|u koi pozna~ajni se: (1) goleminata na vlo`uvawata, (2) vremeto na vrzuvaweto na sredstvata, (3) goleminata na o`ekuvaniot prinos od vlo`uvawata i (4) stepenot na verojatnosta toj prinos da se ostvari.

Vo pogled na subjektivnoto sfa}awe na rizikot i spremnosta da se nosi so nego, vo teorijata e op{to prifateno razlikuvaweto na tri tipa investitori: averzni, indiferentni i priem~ivi. Tipot na subjekti {to se averzni na rizikot, za sekoe zgolemuwawe na rizikot baraat pogolem prinos. Pogolemiot rizik ne se prifa}a, ako od nego ne proizleguva pogolem o`ekuvan prinos. Priem~iviot tip na investitori se odlu~uva da prifati pogolem rizik i toga{ koga se o`ekuwa pomal prinos. Subjektite {to se indiferentni na rizikot, pri zgolemuwawe na rizikot ne baraat zgolemen prinos, tuku se zadovoluvaat so dotoga{niot. Se smeta deka najgolemiot broj od menaxerite se averzni na rizikot, a toa zna~i deka tie prifa}aat pogolem rizik samo toga{ koga o`ekuvaat pogolem prinos.

Vrz osnova na prethodnoto izlo`uvawe, mo`e da se konstatira deka vo tekot na raboteweto sekoga{ e prisuten opredelen rizik koj{to mo`e da dovede do neostvaruvawe na o`ekuvanite rezultati. No, i pokraj postoeweto na rizikot, investicioniot proekt mo`e da se prifati, vo slu~aj koga od negovoto ostvaruvawe se o`ekuvaat golemi prinosi. Koga edna{ proektot e prifaten, rakovodstvoto }e mo`e poelasti~no da gi napravi promenite {to }e vlijaat na idnite pari~ni tekovi ili na `ivotot na proektot. Taa mo`nost se narekuva upravuva~ka opcija koja{to zaedno so rizikot mo`e da ja promeni postapkata za planirawe na potrebniot kapital.

Imeno, upravuva~kite opcii se od posebna va`nost pri planiraweto na potrebniot kapital. Tie, vsu{nost, zna~at fleksibilnost na rakovodstvoto pri menuvaweto na prethodnite odluki. Vrednosta na

investicioniot proekt mo`e da se sogleda kako negova sega{na vrednost, presmetana so koristewe na klasi~na analiza na diskontiraweto na pari~nite tekovi, zaedno so vrednosta na opciite. Kolku e pogolema nesigurnosta vo opkru`uvaweto, pri koristeweto na opciite, tolku e pogolema nivnata vrednost.

Upravuva~kite opcii gi opfa}aat: ⁴¹

- opcijata za pro{iruvawe,
- opcijata za napu{tawe i
- opcijata za odlo`uvawe.

Razgleduvaweto na ovie razli~ni opcii mo`e da ja promeni konkretnata odluka pri planiraweto na potrebniot kapital. Pri analiza na upravuva~kite opcii, ~esto pati se koristat t.n. stebila na odlu~uvawe ~ija{to cel e postepeno analizirawe na problemot.

Prvata opcija, **opcijata na pro{iruvawe**, opfa}a pro{iruvawe na prifatleniot proekt. Za razlika od nea, vtorata opcija zna~i napu{tawe na proektot posle negovoto prifa}awe. Toa, vsu{nost, pretstavuva prodaba na sredstva, pri {to korporativното pretprijatie }e ostvari pari~ni sredstva vrz osnova na taa prodaba. Ekonomskata pri~ina za napu{taweto e ista kako i onaa pri planirawe na potrebniot kapital. Vsu{nost, sredstvata treba da se odstranat od proektot sekoga{ koga proektot ekonomski ne go opravduva nivното koristewe. Ili, poto~no ka`ano, investiciskiot proekt treba da bide napu{ten vo slednive slu~ai:

- koga negovata vrednost ja nadminuva sega{nata vrednost na idnite pari~ni tekovi na proektot i

- koga e podobro da se napu{ti vedna{, a ne vo idnina.

Osnovното pravilo na opcijata za napu{tawe, mo`e da se izrazi na sledniov na~in: ⁴²

⁴¹ D-r Nenad Vuwak: "Finansiski menaxment", Ekonomski fakultet -

Subotica, 2001god. , str. 93.

⁴² Louis Engen, Henry R. Hecht: „How to buy stocks”, Brown and Company, New York, 1994 god. , str. 289.

	Neto sega{na vrednost bez	Vrednost na
Vrednost	opcijata za	
+	na	
	proektot	=
napu{tawe	napu{tawe	opcijata za

Ova pravilo mo`e da se izrazi preku slednava formula:

$$PVr \cdot a = \sum_{t=t+1}^a \frac{At}{(1+k)(t-r)} + \frac{AVa}{(1+k)(a-r)},$$

kade {to:

PVr · a - e sega{na vrednost vo vremeto r, na o`ekuvanite idni neto

a - pari~ni tekovi, vo vremenski period a;
- vremenski period vo koj{to projektot se napu{ta;

At - o`ekuvan neto pari~en tek na projektot;

k - barana stapka na vra}awe;

Ava - o`ekuvana vrednost pri napu{tawe na krajot od vremenskiot period a.

Ako **PVr · a** e pogolema od tekovната vrednost na napu{tawe **AV**, toga{ }e se prodol`i so projektot, dodeka ako $PVr \cdot a \leq AV$, toga{ treba da se napu{ti projektot vo vremeto r.

Ovie ~ekori potrebno e da se koristat pri napu{tawe na projektot, samo ako sega{nata vrednost na mo`nite idni rezultati e pomala od tekovната vrednost pri napu{tawe na projektot, i ako se poka`i deka e podobro projektot da se napu{ti sega otkolku vo idnina.

Dokolku ovie pravila sugeriraat deka projektot treba da bide napu{ten, toga{ taka treba da postapime, zo{to vo sprotivno nema da se ostvari optimumot pri koristeweto na kapitalot.

Za neкои investicioni proekti, postoi opcijata na odlo`uvawe, odnosno ~ekawe. Toa zna~i deka projektot ne treba vedna{ da se prezema, bidej}i so ~ekaweto se dobivaat novi informacii za pazarot, za cenite, za tro{ocite i t.n. Me|utoa, so odlo`uvaweto se propu{taat pari~nite tekovi vo periodot na ~ekawe, kako i mo`nite prednosti od "prviot ~ekor" na pazarot.

Upravuvala~kite opcii ovozmo`uvaat promena na po~etne odluki za prifa}awe ili odbivawe na proektot. Odlukata za odbivawe, koristej}i klasi~na analiza na diskontiraniot pari~en tek, mo`e celosno da se promeni ako vrednosta na opcijata e dosta visoka. Odlukata za prifa}awe mo`e da bide pretvorena vo odluka za odlo`uvawe, ako vrednosta na opcijata gi nadomestuva prethodnite pari~ni tekovi. Dokolku, pristapot vo odreduvaweto na neto - sega{nite vrednosti, preku koristeweto na diskontiraniot pari~en tek, pretstavuva soodveten po~eten pristap, vo golem broj slu~ai toj treba da bide modificiran za upravuvala~kite opcii.

4. Finansirawe na akcionerskiot kapital

Za kapitalot e svojstveno toa {to toj pretstavuva ekonomska nu`nost {to postojano se dvi`i, preminuvaj}i od edna forma vo druga, so {to se ostvaruva osnovnata cel na proizvodstvoto: oploduvawe na kapitalot izrazen preku vi{okot na vrednosta. Eden od oblicite vo koj{to funkcionira kapitalot e akcionerskiot kapital.

Akcionerskiot kapital, {to u{te se narekuva i delni~ki kapital, vsu{nost, e kapitalot na korporativnite pretprijatija, koj{to se formira so nivnoto osnivawe, po pat na emisija na akcii. So toa se formira inicijalen (po~eten) kapital, ili, pak, se zgolemuva po~etniot akcionerski kapital.

Akcionerskiot kapital nastanuva preku vlogovite na pogolem broj akcioneri za koji na sopstvenicite im se izdavaat posebni hartii od vrednost (akcii)⁴³.

Ovoj kapital pretstavuva kapital od po{iroki razmeri, zatoa {to nastanuva so zdru`uvawe na pomal ili pogolem broj mali individualni iznosi na kapital. Negovata pojava predizvikuva zna~ajna promena vo sistemot na finansirawe na op{testvenata reprodukcija vo pravec na porast na zna~eweto na emisijata i prometot na hartii od vrednost na pazarot na kapital preku koj{to vsu{nost, se vr{i mobilizacija, cirkulacija i alokacija na pari~niot kapital.

So razvojt na korporaciite, kako dominantni stopanski institucii, zna~ajna uloga imaat profesionalnite upravuva~i - menaxeri vo organiziraweto, rakovodeweto i kontrolata na proizvodnite procesi. Menaxerite vo korporaciite raspolagaat so specijalizirani znaewa od oblata na upravuvaweto so pretprijatieto i vlijaat vrz donesuvaweto na odlukite od site sferi na delovnite aktivnosti. Menaxmentot e slo`ena struktura na razli~ni upravuva~ki nivoa, a na vrvot na upravuva~kata piramida e direktorskiot odbor - vrvnata uprava, kako klu~en organ vo strukturata na korporaciskata mo}, koj go premostuva jazot me|u onie koi se sopstvenici na kapitalot i onie koi go vodat raboteweto na korporacijata.⁴⁴

Nekoi avtori kriti~ki se odnesuvaat sprema tezata deka kontrolata nad korporaciite se nao|a vnatre vo samata korporacija i deka sopstvenosta nad akcionerskiot kapital go gubi zna~eweto. Taka, se smeta deka navodното odvojuvawe na sopstvenosta i

⁴³ Ekonomski biznis leksikon, Savremena administracija, Beograd, 1994god. str. 202

⁴⁴ Vidi: D-r Dejan Eri~: "Promena uloge finansijskog menaxmenta u uslovima razvijenih finansijskih tr`i{ta", Nau~ni skup: "Finansijski i bankarski menaxment u savremenim uslovima privrexivawa", Pri{tina, 1997 god. , str. 65 - 74.

kontrolata vnatre vo krupnite korporaciji e psevdofakt i ako go ograni~ime na{eto vnimanie na poedina~nata korporacija mo`eme fakti~ki da ja ograni~ime na{ata sposobnost da go sogledame modelot na odnose na mo}ta, ~ij samo eden element e vakvata korporacija.⁴⁵ Toa mo`e da go ograni~i na{eto razbirawe za potencijalot na kontrolata {to go pretstavuva specifi~niot paket na akcii vo opredelena korporacija. Vo ekonomskata literatura korporacijata (akcionerska forma na delovna organizacija) se objasnuva so nastojuvaweto na pogolem broj sopstvenici, preku modelot na ograni~ena odgovornost i so me|usebno zdru`uvawe na kapitalot, da gi nadminat tro{ocite, pre~kite i rizicite {to gi postavuva finansiraweto na krupni delovni potfati, koi{to baraat golemi iznosi na po~eten kapital, kako rezultat na tehni~kata osnova na masovното industrisko proizvodstvo.

Spored prethodното izlo`uvawe mo`e da se zaklu~i deka dosega{niot razvoj na akcionerskiot sistem vo pazarnoto stopanstvo go postavuva problemot okolu toa koj vsu{nost upravuva so akcionerskiot kapital. Porano preovladuvalo misleweto deka akcionerite, so mehanizmot na sopstveni~kiot majoritet (poseduvawe na kontrolniot paket na akcii) imaat presudno vlijanie pri donesuvaweto na va`nite odluki vo vrska so raboteweto na korporativното pretprijatie. Denes se doka`uva deka profesionalnite upravuva~i (menaxerite) gi donesuvaat presudnite ekonomski odluki vo raboteweto na korporativното pretprijatie. Ovie tolkuvawa se ekstremni, zatoa {to edni ja doka`uvaat prevlasta na akcionerite, a drugi prevlasta na menaxerite. Tokmu zatoa, se pogolemo vnimanie privlekuvaat obidite da se doka`e deka postoi proces na transformacija na sopstveni~kite prava, na kontrolata i upravuva~kite funkcii vo korporativnite pretprijatija. Imeno, ne postoi celosna avtonomija vo odlu~uvaweto na profesionalnite upravuva~i za smetka na interesite na kapitalot. Vrz osnova na ovie elaborirawa slobodno mo`e da se konstatira deka akcionerskiot kapital e specifi~en

⁴⁵ Vidi: Luis Engel i Henry R. Hecht: „How to buy stocks”, Brown and Company, New York, 2002 god. , str. 324 - 340.

kapital, kako spored negovite ekonomski, taka i spored negovite pravno - sopstveni~ki funkcii.

Sopstvenicite na akcii (kupuva~i na akcii, odnosno vlo`uva~i na svoi pari~ni sredstva) imaat pravo na del od vlo`eniot kapital vo korporacijata, odnosno imaat status na sopstvenici. Vrz osnova na toa tie imaat pravo na u~estvo vo raspredelbata na delovniot rezultat, odnosno imaat pravo na steknuvawe na dobivka i dividenda. So ogled na toa {to akciite donesuvaat dividenda se ostvaruva otstupuvawe me|u nivnata nominalna vrednost (napi{ana vrednost na akciite) i nivnata realna (pazarna) vrednost. Toa otstupuvawe e determinirano so visinata na delovniot rezultat na korporacijata, odnosno so goleminata na profitot {to go vle~at akciite. Razlikata pak, me|u vrednosta po koja se prodavaat ili se kupuvaat akciite i kapitalot {to e vlo`en vo korporacijata pri nivnoto inicijalno kupuvawe pretstavuva t.n. fiktiven kapital.

Akcionerskiot kapital spored toa, ovozmo`uva⁴⁶: **prvo**, pretvorawe na slobodni pari~ni sredstva vo kapital so mo`nost za nivno kapitalizirawe; **vtoro**, pretvorawe na ~istiot privaten kapital (mo`no e i zadru`en i dr`aven kapital) vo akcionerski kapital; **treto**, pravo na upravuvawe so korporacijata srazmerno so vlo`eniot kapital; **~etvrto**, pravo na del od dobivkata, odnosno od profitot na korporacijata srazmerno na vlo`eniot kapital vo taa korporacija; **petto**, pravo na povlekuvawe na vlo`enite sredstva vo korporacijata po pat na prodavawe na akciite kupeni od taa korporacija; **{esto**, nepre~eno transformirawe na pari~niot kapital (slobodnite pari~ni sredstva) vo akcionerski kapital i so toa permanentno menuvawe na sopstvenicite na korporacijata bez da se naru{i procesot na reprodukcijata; i **sedmo**, permanentno vrednuvawe na kapitalot na korporacijata na pazarot na kapital, odnosno vrz osnova na stepenot na racionalното koristewe na kapitalot.

Spored ovie karakteristiki mo`e da se zaklu~i deka akcionerskiot kapital, kako sovremena forma na

⁴⁶ D-r Tihomir Jovanovski: "Finansiski Pazar" Misla - Skopje, 1994 god, str. 18

finansirawe na op{testvenata reprodukcija, ovozmo`uva opredeleni ekonomski prednosti. Ovde, pred se, treba da se istaknat mo`nostite za brzo i relativno ednostavno mobilizirawe na slobodnite pari~ni sredstva i nivno anga`irawe vo finansiraweto na korporativnite pretprijatija, kako i mo`nosta za nivno brzo i efikasno proizvodno i finansisko prestruktuirawe. Me|utoa, i pokraj ovie prednosti, kaj golem broj zemji vo tranzicija procesot na razvoj na akcionerstvoto kaj korporativnite pretprijatija se u{te e na t.n. nulta pozicija, od pri~ini {to se u{te trae postapkata na transformacija na pretprijatijata so op{testven kapital, taka {to procesot na pribirawe kapital preku emisija na dolgoro~ni hartii od vrednost e proces {to doprva treba da se razviva. Me|utoa, za da mo`e da se razviva akcionerstvoto neophodno e da se sozadadat op{ti preduslovi, a toa se: politi~ka, ekonomska i finansiska stabilnost, stabilnost vo funkcioniraweto na poodelnite institucii na finansiskiot i ekonomskiot sistem, promeni vo dano~nata politika i voveduvawe stimulativeni merki i beneficijii vo pogled na ispla}aweto na dividendite.

Imaj}i go predvid zna~eweto na akcionerskiot kapital za finansiraweto na korporaciite, se nametnuva pra{aweto dali toj kapital ima svoja cena koja{to vo teorijata e poznata kako tro{ok na akcionerskiot kapital.

Tro{okot na kapitalot voop{to se definira kako stapka na prinos {to firmata mora da ja ostvari na svoeto vlo`uvawe za da ja odr`i nenamalena pazarnata vrednost na korporacijata.⁴⁷ Tro{okot na kapitalot bi mo`el da se definira i poinaku, kako stapka na prinos {to ja baraat ponuduva~ite na pazarot na kapital, za da gi napravat privle~ni pazarnite fondovi na firmite {to gi nudat.

Od aspekt na korporaciite, akcionerskiot kapital pretstavuva eden od eksternite izvori na finansirawe, specifi~en, bidej}i so negovoto formirawe menaxmentot obezbeduva traen kapital i

⁴⁷ D-r Sini{a Spasov: "Finansiski menaxment", Ekonomski fakultet -

Skopje, 1997 god. , str. 348.

garantna osnova za doveritelite. Kako i za sekoj drug kapital nabaven od eksterni izvori, taka i za akcionerskiot kapital se pla}a opredelena cena. Dokolku, cenata na kapitalot ne e zasnovana na dogovorenata obvrška da se isplati određen odnapred fiksiran iznos na pari, akcionerite nema da investiraat vo kupuvawe akcii dokolku prezemenata investicija nema da im go donese o}ekuvaniot prinos.

Tro{okot na akcionerskiot kapital e neposredno povrzan so akcionerskite o}ekuvawa, poradi {to menaxmentot mora da vodi posebna gri`a za toa. Taka, vo slu~aj da ne mo`e da se obezbedat zadovoluva~ki prinosi, toa negativno }e se odrazi vrz privlekuvaweto na dopolnitelen kapital. Od teoretski aspekt, tro{okot (cenata) na akcionerskiot kapital, se izedna~uva so minimalnata stapka na prinos, koj{to mora da se ostvari na onoj del od investiciite {to se finansira od trajniot kapital, a pritoa pazarnata cena na akciite da ostane ista.⁴⁸ Me|utoa, razli~nite preferencii na akcionerite vo pogled na minimalno prifatlivite stapki na prinos, kako i postojano prisutniot rizik dali }e se ostvarat o}ekuvane prinosi, pretstavuvaat samo del od elementite koi{to ja opravduvaat konstatacijata deka tro{okot na akcionerskiot kapital te{ko mo`e da se opredeli.

Pri opredeluvaweto na tro{okot na akcionerskiot kapital naj~esto se pristapuva na toj na~in {to se presmetuva kako zbir na nerizi~niot prinos i premijata za rizikot, odnosno:

$$K_e = R_F + \beta (K_m - R_F), \quad ^{49}$$

kade {to:

R_F - e prinos na hartiiite od vrednost koi{to ne se opereteni so

rizik,

K_m - o}ekuvana stapka na prinos,

β - koeficient koj{to go odrazuva sistematskiot rizik, odnosno

⁴⁸ James C. Van Horne: „Finansijsko upravljanje i politika (finansiski menagement)“ Mate, Zagreb, 1993god., str. 243.

⁴⁹ T. S. Cambell: „The Dividend - Price Ratio and Expectations of Future Dividend and Discount Factor” Review of Financial studies, 1998, str. 195 - 228.

koeficientot {to ja poka`uva varijabilnosta na konkretniot

investitorski prinos vo odnos na prose`nata premija za rizik.

Kriti`arite na ovoj model gi osporuvaaat negovite pretpostavki. Tie se:

- postoeve na nerizi`ni finansiski instrumenti {to sekoj investor mo`e da gi vlu`i vo portfolioto,

- ednakvo o`ekuvave na idnite prinosi na site investitori - odnosno dr`ewe na ednakvi portfolija {to odgovaraat na granicata na efikasnosta na pazarnoto portfolio,

- nedefiniranost na pazarnoto portfolio i obemot na finansiski instrumenti {to toa gi opfa;a;

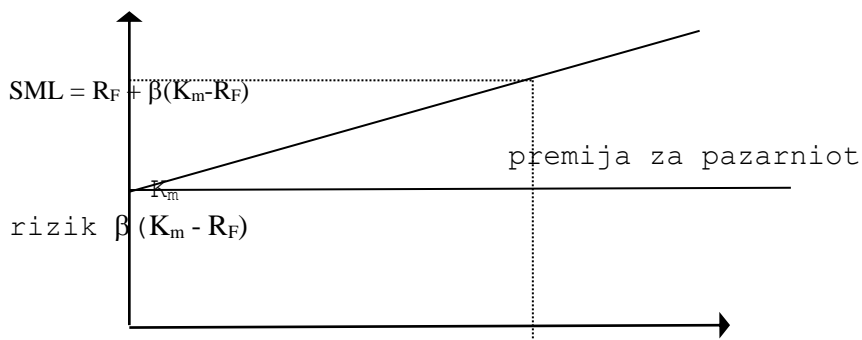
- perfektnost na pazarite (ne postojat danoci, transakcioni tro`oci pri trgovaweto).

Tokmu poradi nemo`nosta da se realiziraat ovie pretpostavki vo praktikata e ote`nata primenata na spomenatiot model.

Od tamu proizleguva deka $K_m - R_F$ pretstavuva premija za rizik ili prose`na cena na rizikot na pazarniot portfolio, dodeka $\beta(K_m - R_F)$ e premija za rizik na konkretnite akciski vlo`uvawa.

SARM modelot mo`e efikasno grafi`ki da se interpretira, so pomo{ na t.n. pazarna linija na hartiite od vrednost (Security Market Line - SML). So konstruirawe na SML se ovozmo`uva na ednostaven na`in da se prika`at odnosi na goleminite koi{to gi determiniraat tro`ocite na kapitalot. Toa mo`e da se prika`e preku sledniov grafi`ki prikaz:

O`ekuvan prinos (tro`oci na kapital)



nerizi~na stapka
RF na prinos

Grafi~ki prikaz 1: SARM Rizik (β)⁵⁰

Grafikonot upatuva na zaklu~okot deka SML odr`uva razli~ni ramnote`ni nivoe pome|u averzijata na investorite prema rizikot i cenata koja{to korisnicite na kapitalot mora da ja platat, so cel da go kompenziraat stravot na investorite od pogre{ni vlo`uvawa. Premijata za rizik na konkretnite vlo`uvawa mo`e da bide pomala, pogolema ili ednakva na premijata na pazarniot rizik, vo zavisnost od toa dali nivnata izlo`enost na sistematski rizik (β) e pomala, pogolema ili ednakva na edinica. Sekoj prinos nad ramnote`ното nivo, prakti~no zna~i deka ostvarenata dobivka gi nadminuva inicijalnite barawa na vlo`uva~ite.

Pogolemiot prostor pome|u ostvarenite prinosi i prinosite {to gi o~ekuvaat vlo`uva~ite ne samo {to ja zgolemuvaat pazarnata vrednost na korporativното pretprijatie, tuku sozdavaat i pove}e mo`nosti za vodewe na odbranata politika na dobivka. Vo takvi uslovi, menaxmentot mo`e da gi prifati samo onie raboti koi{to obezbeduvaat prinos pogolem ili ednakov na onoj od ramnote`ното nivo.

5. Osnovni determinanti za zgolemuвање /namaluvawe/ na akcionerskiot kapital

Primaren interes na akционерite e da se zgolemi vrednosta na nivniot kapital. Analizite upatuvaat na faktot deka toj {to ima pogolema

⁵⁰ Prof. d-r Gordana Vitanova: "Pazarot na kapital vo sovremenata teorija

i praktika i negovite funkcii vo finansiraweto na pretprijatijata",

Ekonomski fakultet - Prilep, 2000god. , str. 170

nominalna vrednost na akcije, je ima i pogolema realna vrednost na kapitalot. Me{utoa, su{tinata na akcionerskoto rabotewe ne e vo toa da se poseduva pogolem broj ili pogolema vrednost na akcii, tuku da se ostvari {to pogolem profit. Na toj na~in, kursnata vrednost na akcije se zgolemuva, a toa e i krajna cel.

Vsu{nost, kursnata vrednost na akcije pretstavuva edinstven vistinski pokazatel za nivnata vrednost. So zgolemuwaweto na kapitalot, na bilo koj na~in se ostvaruvaat razvojnite perspektivi na korporacijata. No, problemot e vo toa {to ekonomskata analiza na raboteweto na akcionerskrite dru{tva ne se iscrpuva so finansiskata analiza, nitu, pak, so stati~kata konstatacija deka profitnata stapka e pogolema od kamatnata. Rabotite treba da se gledaat vo edna dinamika, odnosno, ako se zgolemuva akcionerskiot kapital duri i za eden procent, pri nepromenetost na ostanatite uslovi, je se namaluva negovata vrednost pribli`no za taa golemina. Vo taa smisla, zgolemuwaweto na akcionerskiot kapital zna~i erozija na negovata vrednost.

Zgolemuwaweto na kapitalot mo`e da se sprovede, a pritoa da ne se promeni goleminata na o~ekuvaniot dohod. Za~uvuvawe na konstantna stapka na dividenda mo`e da se postigne samo ako se obezbedat takvi proizvodi ili investicioni programi koi{to ostvaruvaat minimalen uslov da se zgolemi dividendata proporcionalno na goleminata na diferencijalno anga`iraniot kapital. [to zna~i, dopolnitelniot akcionerski kapital vr{i prinuda nad menaxerskata struktura vo smisla na toa da se obezbedi barem takva profitna stapka kako vo prethodniot period. Na toj na~in se ostvaruva osnovniot preduslov za zgolemuwawe na materijalното bogatstvo na sopstvenicite na kapitalot.

Zgolemuwaweto na profitot e imperativ na op{testvoto i do nego mo`e da se dojde samo preku razvoj na proizvodstvoto, tehnologijata, pazarot, kako i so permanentno nao|awe na optimalni re{enija.

Vo stabilni ekonomski, finansiski i monetarni uslovi, zgolemuwaweto na vrednosta na akcionerskiot kapital mo`e da se vr{i i so zgolemuwawe na vrednosta na postoe~kite akcii.

Takvoto zgolemuvaŭe se vr{i na teret na fondovite na korporaciite, na toj na~in {to kapitalot od fondovite se prenesuva vo korist na akciite. Dopolnitelniot akcionerski kapital oĉezbeduva uslovi so negovoto anga`irawe da se odr`i postojanata profitna stapka i vo procesot na vlo`uvawe da se odr`i sledniov odnos:⁵¹

$$\frac{dD}{dK} \div \frac{D}{K} \geq 1 \text{ i}$$

$$\frac{dD \cdot K}{dK \cdot D} \geq 1$$

kade {to:

dD - e diferencijalna dividenda,

D - postoe~ka masa na dividenda,

dK - diferencijalen akcionerski kapital.

K - postoe~ka masa na akcionerski kapital.

Vo ovoj kontekst treba da se naglasi deka celta ne e da se odr`i - postoe~kata stapka na dividenda, tuku taa da se zgolemuva pobrzo od goleminata na dopolnitelniot akcionerski kapital. Toa }e se ostvari so iznao|awe metodi koi }e pridonesat za zgolemuvaŭe na profitnata stapka. Vo slu~aj koga profitnata stapka se zgolemuva se doa|a do mo`nost akciite da se prodadat po zna~itelno pogolema vrednost od onaa po koja{to se kupeni, so {to se zgolemuva bogatstvoto na akcionerite. Smislata na zgolemuvaŭeto na akcionerskiot kapital se gleda vo permanentното zgolemuvaŭe na profitnata stapka ili barem nejjino odr`uvawe na postoe~koto nivo. Me|utoa, korporativното pretprijatie ne e vo polo`ba da izbira dali saka ili ne saka da go zgolemuva kapitalot. Toa mora da vr{i takvo zgolemuvaŭe, bidej|i so nepromenet volumen na kapitalot skoro e nemo`no da se ostvari razvoj. Poradi toa, anga`iraweto na dopolnitelen kapital pretstavuva osnoven preduslov za razvoj na akcionerskoto op{testvo.

Osnovnite pri~ini za **namaluvawe na akcionerskiot kapital** se sostojat vo faktot {to

⁵¹ Louis Engel, Henry R. Hecht: „How to buy stocks”, Brown and Company, New York, 1994 god., str.110

korporativnoto pretprijatie mo`e da se najde vo
 sostojba da ne mo`e da ostvaruva natamo{en razvoj pri
 dadeni resursi, odnosno so anga`iraweto na
 dopolnitelen kapital da ne mo`e da se zgolemi
 profitnata stapka. Vsuno{nost, vo odredeni periodi mo`e
 da dojde do zastoj vo razvojt i nemo`nost da se
 zgolemi anga`iraniot kapital. Ova mo`e da se slu`i
 naj`esto kaj novoorganiziranite pretprijatija, koi{to
 mora da pominat period na naviknuvawe na
 organizaciono - tehni`kiot sistem. Posle toa
 optimumot se podobruva, taka da lesno }e se slu`i
 isti proizvodni efekti da se ostvarat so pomal obem
 na anga`irani sredstva. Isto taka, mo`no e edno
 korporativno pretprijatie da zapadne vo kriza i
 profitnata stapka da opa|a, pa toa nema da bide
 sposobno da gi ispla}a o`ekuvanite dividendi. Toga{,
 akcionerite nema da bidat zadovolni so sostojbata vo
 koja {to se nao|aat i zatoa se opredeluvaa{ za
 prodaba na svoje akcii na berzata.

Namaluvaweto na kapitalot mo`e da nastane
 poradi razli`ni okolnosti, no sekoga{ se manifestira
 kako eliminirawe na kapitalot kaj{to ne mo`e da se
 upotrebi na na`in {to }e mu ja donese sakanata
 dobivka na sopstvenicite. Najednostavniot slu`aj, da
 se pojavi vi{ok na kapital se sveduva na t.n.
 konstitutivno smaluvawe na kapitalot, do koe{to doa|a
 koga postoji pove}e kapital otkolku {to e potrebno, pa
 vi{okot se eliminira so obi`no vra}awe na negovite
 prvi sopstvenici. So vra}aweto na akcionerskiot
 kapital vo pari`en oblik, se namaluva aktivata za
 tolku kolku {to im e vrateno na sopstvenicite, so
 istovremeno namaluvawe na bilansnite pozicii na
 akcionerskiot kapital i emisioniot a`io, dokolku
 vra}aweto se vr{i pod uslovi pod koi{to kapitalot e
 uplaten na smetkata na korporacijata.

Vo praktikata, `esto pati mo`e da dojde do
 namaluvawe na kapitalot, pred se vo slu`aj koga
 korporacijata ne mo`e da gi ispla}a sakanite
 dividendi, so {to se poremetuvaa{ odnosite pome|u
 ponudata i pobaruva`kata na akcii na berzata.
 Ponekoga{, dru{tvata prifa}aat i re{enie po koe{to go
 namaluvaa{ kapitalot so cel da se za`uva postoe`koto
 nivo na dividenda. Pritoa, se postavuvaa{ slednive
 pra{awa:

Prvo, dali na sopstvenicite na kapitalot im se vra}a samo minimalnata vrednost ili i del od emisioniot a`io ⁵²? i

Vtoro, bidej}}i stapkata na dividenda se zgolemuva, dali toa zna~i i zgolemuвање na pazarnata cena i dali akciite se otkupuvaat po sega{na vrednost?

Odgovorot na **prvoto pra{awe}** poa|a od stavot deka na akcionerot treba da mu se isplati i del od emisionoto a`io, no vo visina koja{to odgovara na pravilnata korekcija na nominalnata vrednost na akcijata.

Vtoroto pra{awe} e mnogu poslo`eno poradi vlijanieto na mnogubrojnite faktori, po~nuvaj}}i od onie so formalen karakter, se do onie od su{tinska priroda. Vo prvata grupa pri~ini spa|aat onie {to se odnesuvaat na razre{uvawe na pra{aweto: dali do{lo do zgolemuвање ili do namaluvawe na vrednosta na akciite? Ako tie se prodavaat vo momentot koga e utvrdeno opa|awe na dividendnata stapka, toga{ vo pra{awe e namaluvawe na pazarnata cena, a toa zna~i deka akcionerite nema da imaat mo`nost ni za prisvojuvawe na emisiji a`io. Vo obraten slu~aj, ako so povlekuvaweto na akciite se sozdadat mo`nosti za zgolemuвање na dividendata, toga{ se zgolemuva i pazarnata vrednost na akciite.

Vo praktikata, emisioniot a`io se transformira vo rezervni fondovi. Akciite se otkupuvaat po ili pod nominalnata vrednost, a fondovite na korporativnite pretprijatija ostanuvaat

⁵² A`io (agio, aggio), termin {to upatuvu na vo procenti izrazena razlika pome|u prometnata (stvarno platenata) i nominalnata vrednost na nekoja finansiska aktiva. Na primer, razlika me|u nominalnata i kursnata vrednost na edna delnica, na edna akcija. So terminot a`io e vrzan i terminot a`iota`a (agiotage) {to ozna~uva spekulacija pri trgovawe so pari i hartii od vrednost (delnici, akcii) na berzite na dolgoro~ni hartii od vrednost (berzanski spekulacii). Terminot emisijen a`io upatuvu na razlikata pome|u nominalnata vrednost na emituvanata hartija od vrednost (akcijata) i nejzinata pazarna vrednost na berzata na dolgoro~ni hartii od vrednost.

Vidi: Vujaklija: "Leksikon stranih re~i i izraza", Beograd 1954, str. 16; i "Ekonomska i poslovna enciklopedija I", Savremena administracija - Beograd 1994 god., str. 70.

nepromeneti. Ako, otkupot na sopstvenite akcii se vr{i po nominalna vrednost, toga{ se namaluva vrednosta na bilansnata aktiva i akcionerskiot kapital za ednakva vrednost. Dokolku, pak, otkupot na akcii se vr{i pod nominalnata vrednost, toga{ se formira rezerven fond, koj{to ima za cel da obezbedi finansiska konsolidacija na korporaciite. Sekako deka vo vakov slu~aj mo`ni se i drugi kombinacii, kako na primer, akcionerite ~ii{to akcii se povlekuvaat, da se obe{tetat od rezervniot fond.

Vo aktivata na bilansot, kupenite akcii se iska`uvaat po pazarnata vrednost na denot na bilansiraweto. Toa e vrednosta po koja{to akciite kotirale toj den na berzata. Vrednosta na akciite sekojdnevno fluktuiru, so {to mo`e da se dojde do golemi zagubi, a so toa i da se nanese {teta na imotot na akcionerite.

Ako korporacijata se nao|a vo situacija da nema dovolno sredstva za pokompleksni aktivnosti, toga{ pokraj sredstvata od sopstvenata akumulacija i amortizacija, }e pristapi kon kupuvawe na tu|i akcii. Korporaciite nastapuvaat na pazarot na hartii od vrednost vo svoe ime i za svoja smetka, so cel na najdobar na~in da go mobiliziraat svojot kapital.

Raspolagaweto so sredstva {to povremeno se plasiraat vo akcii vo drugi korporacii, vo su{tina, ne se razlikuva od raspolagaweto so kapital koj{to se koristi za delovni aktivnosti na korporaciite {to se opredeluvaat za kupuvawe akcii. I, vo dvata slu~ai, krajnata cel e da se ostvari dobivka, odnosno da se zgolemi akcionerskiot kapital. Me|utoa, toa ne e edinstvenata cel na kupuvaweto tu|i akcii, bidej}i tuka se prisutni i odredeni strategiski celi. Edna od tie celi e pridobivawe na kontrolniot paket na akcii, kako i ostvaruvawe dominacija na korporaciite so ~ii{to akcii se raspolaga.

*
* *

Spored dosega ka`anoto, mo`e da se konstatira deka:

- Glavniot dvigatel i lost okolu koj{to se vrtat site aktivnosti, proizvodstvoto, ekonomskata i op{testvenata reprodukcija, e kapitalot.

- Vo razvienite pazarni ekonomii, pra{aweto za obemot i strukturata na kapitalot ima tretman na strategisko pra{awe. Toa e sosema logi~no bidej{i preku strukturata na kapitalot se vlijae vrz sozdavaweto na opredelena struktura na sopstvenost, na visinata na tro{ocite, na rizikot vo raboteweto, na plasiraweto na kapitalot i negovoto oploduvawe i vra{awe.

- Akcionerskiot kapital kako dominantna forma na kapital obezbeduva brzo i relativno ednostavno mobilizirawe na slobodnite pari~ni sredstva i nivno anga`irawe vo finansiraweto na korporaciite, kako i mo`nost za nivno brzo i efikasno proizvodno i finansisko prestruktuirawe.

- Imaj{i go predvid zna~eweto na akcionerskiot kapital vo finansirawe na korporaciite, neophodno e sozdavawe na osnovni preduslovi za negovo nepre~eno funkcionirawe, a takvi se: politi~ka, ekonomska i finansiska stabilnost, stabilnost vo funkcioniraweto na instituciite na sistemot, promeni vo dano~nata politika, stimulatívni merki i beneficiji pri ispla{aweto na dividendata.

^ETVRTA GLAVA

POLITIKA NA FINANSIRAWE NA KORPORACIITE

1. Makroekonomskiot ambient i politikata na finansirawe

Vo sekoja nacionalna ekonomija ekonomskiot sistem i globalnata (makroekonomska) politika se efikasni i racionalni:

- ako obezbeduvaat **zabrzana dinamika na stopanstvoto** i nestopanskite dejnosti vo eden podolg vremenski period;

- ako obezbeduvaat **adekvatna struktura na stopanstvoto** vo zemjata, odnosno ako se ostvaruva permanentno prestruktuirawe vo nasoka na sozdavawe na porazviena struktura na nacionalното stopanstvo;

- ako se obezbeduva **relativna stabilnost** (apsolutna stabilnost re~isi i ne postoji) na stopanstvoto, izrazena preku stabilnosta na cenite i na vrednosta na nacionalnata valuta (kupovната sila i intervalutnata vrednost na nacionalnata valuta);

- ako postoji **ramnote`a na nacionalnata ekonomija** vo meunarodnite ekonomski i finansiski odnosi (ramnote`a vo bilansot na pla}awata).

Vo nacionalna ekonomija vo koja{to se saka da se ostvaruva razvojna i relativno stabilna ekonomija, toa mo`e da se ostvari na eden od slednite dva pristapa: ⁵³

Prvo, koga se koncipira i se ostvaruva makroekonomska politika so takanare~eni vgradeni stabilizatori, i

Vtoro, koga se koncipira i se ostvaruva borba protiv postojnata inflacija, odnosno se koncipira i se ostvaruva stabilizaciona makroekonomska politika.

Vo prviot pristap se koncipira i se ostvaruva makroekonomska politika koja *ex ante* vodi borba protiv inflacijata i ne dozvoluwa egzistirawe na stapka na inflacija koja e nad normalnata stapka na inflacija vo dadenata ekonomska i politi~ka konstelacija vo nacionalnata ekonomija. Toa zna~i deka stanuva zbor za globalna ekonomska, socijalna i razvojna politika koja {to vo sebe soodr`i vgradeni antiinflacioni ili antideflacioni stabilizatori, koi

⁵³ Poop{irno za toa vidi: Prof. d-r Tihomir Jovanovski:
"Razvojna

ekonomija", objaveno vo "Ekonomija i biznis", 2003god.
, str. 6 - 10.

ex ante ne treba da dozvolat da dojde do pozna~ajni inflacioni ili deflacioni dvi`ewa vo nacionalnata ekonomija.

Takvata politika mora da bide vgradena vo karakteristikite na ekonomskiot sistem i na ekonomskata politika na nacionalnata ekonomija. Poto~no, ekonomskata politika so vgradeni ekonomski stabilizatori pretstavuva pravilo na odnesuvawe na site ekonomski i neekonomski subjekti i faktori nasoeni kon stopanisuvawe bez inflacija ili so relativno niska stapka na inflacija.

Dosega{nata me|unardna praktika i praktikata na golem broj na nacionalni ekonomii upatuva na soznaniето spored koe vo najgolem broj na zemji, skoro vo celiot dosega{en period e koncipirana i ostvaruvana antiinflaciona politika. Toa e zatoa {to poradi nepostoewe na ex ante vgradeni stabilizatori ~esto pati vo ramki na makroekonomskata politika se koristi inflacijata za da se ostvarat opredeleni razvojni, socijalni duri i politi~ki celi.

Dolgoro~nito koristewe na inflacijata i dolgoro~nite posledici od inflacionata politika doveduvaat do soznanie za potreba od koncipirawe na antiinflacionata politika vo vid na antiinflaciona programa.

Sekoja antiinflaciona programa vo zavisnost od toa kolku ja namaluva stapkata na inflacija e pozitivna sé do onoj moment dodeka taa programa ne po~ne da ja namaluva stapkata na inflacija pod onaa stapka koja {to pretstavuva stimulans za dvi`ewa na dinamikata na stopanskiot razvitok vo nacionalnata ekonomija. Ako i ponatamu se ostvaruva t.n. antiinflaciona politika (so predznak deka e stabilizaciona) taa se transformira vo deflaciona politika.

Toga{ se doa|a do apsurd vo nacionalnata ekonomija. Se koncipira i ostvaruva antiinflaciona (stabilizaciona) politika a rezultatite od taa politika, poto~no posledicite od taa politika se polo{i od sostojbata koga nacionalnata ekonomija imala relativno visoka stapka na inflacija no so stopanski raste`. Toa e zatoa {to mesto antiinflaciona politika se ostvaruva deflaciona politika so negativna stapka na razvoj i so posledici

za nacionalnata ekonomija {to se daleku pote{ki od posledicite na porane{nata inflaciona politika.

Vo ovoj kontekst sakam da upatam na potreбата od pripremae i donesuvawe na dolgoro~na strategija za ekonomskiot razvoj na dr'avata kako osnova za koncipirawe i ostvaruvawe na dolgoro~na makroekonomska politika. Donesuvaweto na vakvata strategija, smetam deka }e obezbedi dinami~na ekonomija so karakteristiki na stabilnost, profitabilnost na kapitalot, demokrati~nost na procesot na reprodukcija, primat na ekonomijata vo odnos na politikata, so eden zbor ekonomski razmisluvawa vo site domeni na `iveewe i rabotewe.

Pri koncipiraweto na globalnata politika vo edna nacionalna ekonomija treba vo osnova da se pojde od nekolku zna~ajni pra{awa i odnosi. Edno od niv e ekonomskata i socijalnata sostojba vo nacionalnata ekonomija i potreбата i mo`nostite za zabrzan stopanski razvoj i stepen na stabilnost. Kon toa treba da se dodade i potreбата od prvenstveno koristewe na doma{niot (nacionalniot) intelektualen i proizvodstven kapacitet na nacionalnata ekonomija. Isto taka, kon toa treba da se dodade dosega{nata ekonomska i finansiska orientacija i sorabotka so drugite nacionalni ekonomii, poto~no strukturata na ekonomskite i finansiskite odnosi na nacionalnata ekonomija so stranstvo. Vrzuvaweto na nacionalnata ekonomija so edna ili nekolku zemji prvenstveno od politi~ki aspekt ili od drugi pobudi, a ne od ostvaruvawe na svoja ekonomska baza za ostvaruvawe na socijalna i politi~ka orientacija vo zemjata i so stranstvo mo`e da ima dalekuse`ni do katastrofalni ekonomski, socijalni i politi~ki posledici za dr'avata, a so toa i za gra|anite.

Vtoro pra{awe e kapacitetot i potencijalot na nacionalnata ekonomija za dinamiziran stopanski razvoj. Sekoja zemja, odnosno nacionalna ekonomija treba sovesno i objektivno da go proceni svojot ekonomski, socijalen i politi~ki potencijal za ostvaruvawe na dinami~na ekonomija. Kon toa treba permanentno da sozdava uslovi za ostvaruvawe na visoka stapka na stopanski razvoj: dolgoro~en razvoen koncept, stabilen ekonomski, politi~ki i praven sistem, stabilna delovna klima, bankarski sistem so

visok pozitiven rejting, suficit vo Buxetot, za{tita na nacionalnata ekonomija, tesna sorabotka na dr`avnite i komorskite institucii so biznisot i potreben stepen na likvidnost na nacionalnata ekonomija.

Za razlika od minatoto koga akcentot be{e stavan vrz brziot ekonomski rast, niskata stapka na nevrabotenost i sli~no, denes kako osnovna cel na monetarnata politika pretstavuva stabilnosta, {to pretstavuva evolucija vo odnos na teoretskite i prakti~ni iskustva od minatoto.

Vo ostvaruvaweto na osnovnata cel - stabilnosta, ne postoi univerzalen recept, no vo zavisnost od institucionalnite, strukturnite i drugi karakteristiki na sekoja ekonomija, postojat ~etiri pristapi:

- strategija na monetarno targetirawe
- strategija na targetirawe na devizen kurs
- strategija na valuten odbor
- strategija na inflaciono targetirawe.

Ottuka, izborot na adekvatna monetarna strategija vo sekoja zemja pretstavuva empirisko pra{awe i e vo tesna korelacija so institucionalnite i strukturnite karakteristiki na sekoja ekonomija. Poto~no, najzna~ajnite kriteriumi koi go determiniraat izborot na monetarna strategija se: stabilnosta na pobaruva~kata za pari, otvorenosta na ekonomijata, elasti~nosta na platite, elasti~nosta na cenite vo odnos na proizvodstvoto, izborot na celite na makroekonomskata politika na kratok i dolg rok i sli~no.

Ostvaruvawe na prose~na stapka na inflacija, na primer pomeju 1 i 2% i odr`uvawe na stabilno nivo na devizniot kurs, mo`e da bide pokazatel za realizacija na krajnata cel na monetarno - kreditnata, no ne i na razvojnata politika

Vo toj kontekst sakam da naglasam deka i pokraj toa {to se postignuvaat pozitivni rezultati vo oddelni segmenti na makroekonomskata politika, sepak op{t zaklu~ok bi bil deka nacionalata ekonomija si u{te se nao|a vo kriza.

Smetam deka, vo uslovi na nepovolni stopanski aktivnosti, kako posledica od namalena

investiciona aktivnost, prosledena so niza negativni ekonomski i socijalni implikacii, posebno izraženi vo nevrabotenost i socijalna nesigurnost, da se afirmira potrebata za konkurentnost na edna nacionalna ekonomija e malku smelo i mo`ebi, na prv pogled, nerealno.

No, razvojot na konkurentnosta⁵⁴ na sekoe stopanstvo obezbeduva mo`nost za vključuvawe vo svetskata ekonomija odnosno ja izrazuva sposobnosta na nacionalnata ekonomija da bide del od globaliziralnite svetski ekonomski tekovi. Spored toa, konkurentnosta pretstavuva fleksibilnost so koja nacionalnite ekonomii mo`e da se prilagodat na strukturnite promeni.

Održuvaweto na zdravo makroekonomsko opkružuvawe i zabrzuvaweto na strukturnite reformi pretstavuvaat dva najznačajni stolba za unapreduvawe na investicionata klima, za vraćawe na ekonomskiot rast i za sozdavawe na novi rabotni mesta.

Toa znači deka kreatorite na politikata treba da ja obnovat pazarnata ramnoteća preku nivniot miks na fiskalna, monetarna i devizna politika. Istite }e sozdatat blagoprijaten deloven ambient i solidna podloga za fundamentalno zasnoven rast i izdržani ekonomski reformi na pazarot na rabotna sila, post privatizaciono prestrukturirawe na pretprijatijata, podobruvawe na korporativното upravuvawe i prodolžuvawe na operativното prestrukturirawe na finansiskiot sektor.

⁵⁴ Konkurencija (*concurrentia*), termin što upatuva na takmičewe, natprevaruvawe. Vo ekonomskata nauka ima pogolem broj na značewa: stopansko odnesuvawe na subjektite na pazarot, struktura na pazarot, uslovi pri formirawe na cenite, uslovi vo koi se formira ponudata i pobaruvačkata. Isto taka, vo potesna smisla na zborot, terminot konkurencija upatuva na uslovite za odnesuvawe i odnosite na stopanskite partneri vo sferata na razmenata pri formiraweto na pazarnite ceni. Od tamu proizleguvaat terminite: potpolna ili perfektna konkurencija, nepotpolna ili neperfektna konkurencija i monopolska konkurencija.

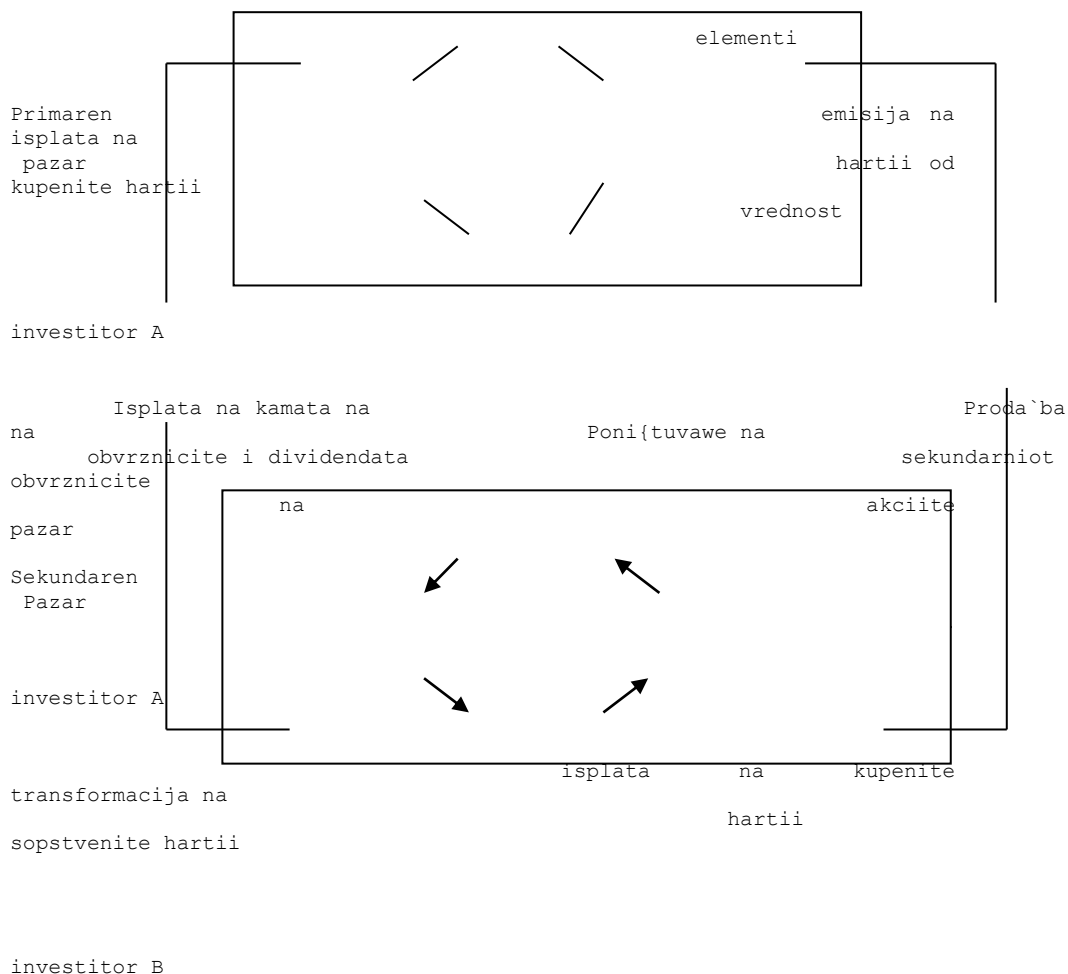
Vidi: "Ekonomska i poslovna enciklopedija I ", Savremena administracija - Beograd, 1994god., str.652.

Fundamentalnite uslovi za porast: makroekonomska stabilnost, nekorumpirana administracija, efikasno korporativno upravuvawe, efikasen finansiski pazar i pazar na rabotna sila, mora da postojat za da se postigne glavnata cel na makroekonomskata politika: visok `ivoten standard i niska nevrabotenost.

2. Organizacija i finansirawe na sekundarniot pazar na kapital

Sekundarniot pazar na kapital gi opfa}a instituciite i mehanizmite na promet na edna{ ve}e emitirani hartii od vrednost. Na ovoj pazar transakciite se vr{at pome|u razli~ni finansiski investitori i ne se direktno povrzani so finansiraweto na poedine~nite korporativni pretprijatija. Vsuno{nost, stanuva zbor za realokacija (redistribucija) na sopstveni~kite naslovi (hartii od vrednost) i so toa promeni vo sopstveni~kata struktura na korporativnite pretprijatija.

So drugi zborovi ka`ano, sekundarniot pazar na kapital ovozmo`uva edna{ emitiranite akcii sekoga{ da ostanat vo cirkulacijata na pazarot. Transakciite na ovoj pazar se ostvaruvaat pome|u razli~ni u~esnici. Toa mo`e da se prika`e {ematski na sledniov na~in:



[ematski prikaz 1: Tekovi pome|u primarniot i sekundarniot pazar na kapital ⁵⁵

⁵⁵ D-r Slobodan Komazec, d-r Radovan Kova~evi}, d-r Dejan Eri}, d-r @arko Risti}:

"Finansiski pazari i berzi", Ekonomski fakultet - Beograd, 1998god. , str. 173

Odnosot pomeju emitentite na hartii od vrednost i investorite, preku cirkulacijata na hartii od vrednost i isplacite, jasno se gleda od prethodnata {ema.

Dvete osnovni komponenti na sekundarniot pazar na kapital se:

- Organiziraniot (ili slu`ben) pazar na hartii od vrednost - efektnite berzi

- Neslu`ben, "pazar preku {alter", "over the counter" (OTS) pazar - promet koj se odviva bez posredstvo na berzata.

Na neslu`beniot "pazar preku {alter", obi~no, se vr{i trgovawe so hartii od vrednost {to ne kotiraat na berzite- naj~esto, obvrznici na korporaciite i dr`avnite organi, a mnogu pomalku akcii i toa, glavno, preferencijalni. Na ovoj pazar, kupuva~ite i prodava~ite direktno se dogovaraat za cenite na hartii od vrednost {to se predmet na kupoproda`ba.

Pokraj reguliraniot, postoji i nereguliran - sloboden pazar, koj ja opfa}a celata trgovija na vrednosni hartii, {to ne se odviva vo slu`benite prostorii na berzata, tuku vo sporednite ili pokraj berzata. Za ovoj pazar ne va`at berzanskite pravila i propisi.⁵⁶

Efektnite berzi, odnosno berzite na hartii od vrednost se slu`beni pazari na kapital, no samo kapital vo opredelen oblik, vo oblik na cvrsto vkamateni hartii od vrednost (obvrznici, blagajni~ki zapisi - hartii od vrednost so fiksna kamata) i vo oblik na akcii. Kapital {to gi nema tie karakteristiki ne doa}a na efektni berzi od pri~ini {to ne gi zadovoluva standardite na berzite. Toa zna~i deka toj kapital ne e standardiziran kapital i deka samo standardiziran kapital mo`e da bide predmet na trgovawe na efektnite berzi.

Od institucionalen i organizacionen aspekt efektnite berzi pretstavuvaat organiziran prostor,

⁵⁶Vidi: d-r Kostadin Pu{ara "Menaxment u poslovnim finansijama",

Nau~na kwiga, Beograd, 1996 godina. , str. 30 - 45

kade {to se po~ituvaaat strogi pravila na rabotewe, precizni pravila na odnesuvawe na u~esnicite i drugi op{ti elementi i karakteristiki na pazarnoto stopanisuvawe.

Se smeta deka osnovni karakteristiki na efektnite berzi se:

- se raboti po strogi i odnapred utvrdeni pravila;

- se raboti na sostanoci koi se dr`at vo to~no opredeleno vreme;

- berzanskite raboti se vr{at so posredstvo na posrednici i pretstavnici ili pak, neposredno me|u ~lenovite na berzata;

- berzanskite raboti se vr{at pod kontrola na berzanskite organi na upravata i pod nadzor na dr`avata i nejzinite organi i

- rabotite se vr{at na najbrz mo`en na~in po pat na aukcii so koristewe na golem broj berzanski kratenki, oznaki ili so koristewe na moderna elektronika.

Dosega{nite teoretski i aplikativni soznanija upatuvaat na slednite pozna~ajni funkcii na efektnite berzi:

- da im ovozmo`at na investitorite sorabotka vo utvrduvaweto na uspehot ili propa|aweto na firmite vo ramkite na stopanstvoto.

- da im priznae na firmite {to pozajmuvaat tretman na nov kapital koj e orientiran kon pogolem rizik otkolku drugiot kapital {to mo`e da se pozajmi od depozitni institucii i

- da pretstavuva mesto na koe imotot }e mo`e da se transformira vedna{ i dosta lesno so {to site sopstvenici na kapital }e mo`at da gi prisposobat svoite finansiski potrebi na svoite `elbi i barawa.

Kvalitetното nivo, odnosno stepenot na ja~ina i goleminata na edna efektna berza se ocenuva spored toa kako se ostvaruvaat gorespomenatite tri funkcii na efektnite berzi.

3. Politika na kratkoro~no finansirawe (Short - term - Financing)

Finansiraweto na aktivnostite na korporativnite pretprijatija, zavisno od usvoenata strategija, se vr{i od kratkoro~ni i dolgoro~ni izvori.

Kratkoro~noto finansirawe opfa}a pozajmuvawe na pari~ni sredstva na vremenski period do 1 godina. U~estvoto na sopstvenicite, partnerite i akcionerite vo kapitalot na pretprijatieto, se klasificira kako trajno finansisko vlo`uvawe, i so samoto toa avtomatski se isklukuva od definicijata za kratkoro~no finansirawe.

Kratkoro~nite izvori na pari~ni sredstva se koristat po~esto vo odnos na srednoro~nite i dolgoro~nite izvori, pred sî poradi osnovnite (elementarni) prednosti {to proizleguvaat od vremenskiot faktor. Tie prednosti se manifestiraat vo sledново:

- polesno odobruvawe na kreditot (poradi pomaliot rizik);
- cenata na kreditot koja{to e poniska otkolku kaj dolgoro~nite izvori i
- fleksibilnost.

Na korporaciite, po pravilo, polesno im e da go obezbedat i osiguraat kratkoro~niot kredit, bidej{i onie {to go pozajmuvaat svojot kapital smetaat deka plasmanot na kapitalot na nekolku ~asovi, denovi, nedeli ili meseci pretstavuva pomal

finansiski rizik od dolgoro~noto finansirawe. Vakviot stav se zasnova na faktot deka za pokratok vremenski period pomala e mo`nosta za bitni promeni vo kreditnata sposobnost na dol`nikot i negovata konkurentnost.

Cenata na kreditot od kratkoro~ni izvori, vo pogolem broj slu~ai e poniska od cenata na kapitalot od dolgoro~ni izvori i vrz nea vlijaat slednive faktori:

- kamatnata stapka,
- stapkata na finansiskiot rizik,
- tro{ocite na doveritelite i
- visinata na kreditniot iznos.

Kamatnata stapka rezultira od vzaemnoto dejstvuvawe na ponudata i pobaruva~kata na pazarot na pari, i kaj nea nema finansiski rizik. Stapkata na finansiskiot rizik se izrazuva preku pogolemata ili pomalata verojatnost deka dol`nikot }e ja podmiri svojata obvraska vo dogovoreniot rok. Kolku stapkata na finansiskiot rizik e pogolema, tolku }e bide pogolema i kamatnata stapka za plasiraweto pari~ni sredstva. Ako toj smeta deka stapkata na finansiskiot rizik e previsoka, toga{ nema da odobri plasman na svojot kapital. Vsuno{nost, kolku e pokratok kreditniot period, tolku e pomal i finansiskiot rizik, a so toa se poniski i tro{ocite koi{to nastanuvaat vo slu~aj koga postoi krediten rizik.

Tro{ocite na doveritelot pretstavuvaat zna~aen faktor na cenata na kapitalot od kratkoro~ni izvori. Imeno, kaj site krediti postojat odredeni tro{oci {to gi teretat kreditorite, a proizleguvaat od proverkata na bonitetot na dol`nikot. Vo slu~aj koga se raboti za potencijalni kupuva~i, odnosno korisnici na kredit, toga{ potrebno e detalno ispituvawe na nivniot bonitet, za {to se pravat relativno visoki tro{oci. Dokolku, pak, se raboti za kredit pokrien so određen oblik na garancija, toga{ se javuvaat tro{oci na taa garancija, a site tie tro{oci {to na po~etokot gi snosi doveritelot, na krajot gi pla}a dol`nikot, bidej}i naj~esto se soodr`ani vo kamatnata stapka. Toa zna~i deka i takvite tro{oci zna~itelno vlijaat vrz cenata na kapitalot.

Visinata na kreditniot iznos tesno e povrzana so prethodno spomenatiot faktor. Trgnuva}i od toa deka najgolem del od tro{ocite na kreditiraweto se fiksni, sleduva deka tro{ocite na koi{to e izlo`en kreditorot se menuva obratnoproportionalno od visinata na kreditniot iznos.

Razgleduvaj}i i analiziraj}i gi faktorite koi{to deluvaat vrz kratkoro~noto finansirawe, mo`e da se zabele`i deka ova finansirawe, poradi svojata cena ima prednost nad dolgoro~noto finansirawe, i toa vo onaa mera vo koja{to finansiski{ot rizik ({to rezultira od pokratki{ot rok na vtasuvawe) e ponizok. Me|utoa, kaj mnogu kratkoro~ni krediti mo`e da se slu~i da se pla}aat povisoki kamatni stapki od onie kaj dolgoro~nite krediti. Vsu{nost ovie krediti ~esto pati se edinstveno dostapen vid na kredit, pred si poradi sostojbata vo koja{to se nao|a edna firma. Imeno, ako se odobri dolgoro~en kredit na pomali i nestabilni firmi, direktno mo`e da se vlijae vrz zgolemuwaweto na stapkata na finansiski{ot rizik.

Kratkoro~noto finansirawe e mnogu pofleksibilno od dolgoro~noto. Fleksibilnosta podrazbira sposobnost na dru{tvoto koga ima potreba da gi obezbeduva soodvetnite pari~ni sredstva i da gi vrati na doveritelot vo dogovoreniot rok.

Pokraj prednostite, kratkoro~noto finansirawe ima i nedostatoci na koi{to treba da se posveti posebno vnimanie, so cel pravilno da se odlu~i dali }e se izbere ovoj na~in na finansirawe.

Nedostatocite na kratkoro~noto finansirawe mo`at da se definiraat kako:

- za~estenost na stasuvaweto na obvrskite i
- promenlivost na cenata - kamatata na kreditot (Floating rate).

Osnovni pri~ini za nemo`nosta na korporacijata da gi podmiri stasanite obvrski, mo`at da bidat:

- lo{iot menaxment,
- lo{a delovna polo`ba,
- promena na navikite,
- neadekvatni{ot obem na proda`ba,
- lo{ata naplata na pobaruvaweto i sli~no.

Site ovie navedeni okolnosti, sekoga{ vodat kon tehni~ka insolventnost i neposredno se manifestiraat kako nedostatok na slobodni pari~ni sredstva za podmiruvawe na stasanite obvrski.

Zabele`itelen nedostatok na kratkoro~noto finansirawe e visokata cena na pari~nite sredstva dobieni kako kredit, koi{to ponekoga{ i vo odredeni okolnosti mo`at da bidat optovareni so promenliva odnosno tn. pliva~ka kamatna stapka (*fluating rate*). Na prv pogled ova mo`e da izgleda kontradiktorno vo odnos na prethodnite razgleduvawa, vo koi{to se objasneti prednostite na kratkoro~noto finansirawe.

Me|utoa, ako se analiziraat stvarnite tro{oci na razli~nite oblici na tekovno finansirawe, }e se vidi deka odredeni uslovi na rabotewe, koi{to se odnesuvaat na kreditniot rizik, potoa razni oblici na osiguruvawe, visinata na kreditot i sli~no, mo`at zna~itelno da vlijaat vrz visinata na kamatnata stapka {to ja opredeluvaa finansierite.

Vo ovoj kontekst, treba da se napomene deka bez ogled na stvarniot krediten iznos, sekoe korporativno pretprijatie individualno go razgleduva pra{aweto za cenata na kapitalot i odlu~uva dali }e ja prifati. Ako, na primer, ja razgleduvame prifatenata kamatna stapka na edno korporativno pretprijatie, cenata na kapitalot mo`e da ni izgleda mnogu visoka, no ako toj kapital gi pokrie negativnite neto pari~ni tekovi, odnosno, ako pridonese za pogolema stapka na rentabilnost, so namaluvawe na faktorot na finansiski leverix toga{ toa pretprijatie }e prifati takva visoka cena na kapitalot.

Koga se zboruva za kratkoro~noto finansirawe naj~esto se koristat slednive izvori: ⁵⁷

- trgovski krediti,
- komercijalni banki,
- finansiski kompanii,
- faktoring
- komitenti,

⁵⁷ D-r Dragan Krasuqa: "Poslovne finansije", Ekonomski fakultet -

Beograd, 1994 god. , str.69

- privatni kreditni kompanii,
- vladini agencii i
- ostanati izvori

Obvrskite sprema dobavuvajte se glaven izvor na nepokrien kratkoro~en kredit za finansirawe na korporaciite. Poradi faktot {to obvrskata na kupuva~ot sprema dobavuva~ot proizleguva od trgovska transakcija (kupoproda`ba na proizvodi), ovoj finansiski odnos pome|u strankite e nare~en trgovski kredit.

Za trgovskite krediti zna~ajni se slednive delovi:⁵⁸

- periodot na koristewe na kreditot,
- procentot na kasa - skonto,
- periodot za koristewe na pravoto na kasa - skonto,
- po~etokot na kreditniot period.

Kaj trgovskite krediti ne se raboti za gotovinsko pla}awe, tuku za prodaba na stapka ili usluga {to ne mora da se plati vedna{ po prezewaweto, tuku podocna, so određen po~ek. Vo sekoj slu~aj, ovie krediti pretstavuvaat najva`en poedine~en izvor na kratkoro~no finansirawe, so ~ie{to odobruvawe na korporaciite tie ja podobruvaat svojata polo`ba i ugled vo delovnoto rabotewe.

Komercijalnite banki se vtor po va`nost izvor na kratkoro~en kapital. Edna od nivnite osnovni funkcii e kreditirawe na raboteweto na korporaciite. Pribiraj}i depoziti, ovie banki, preku svojata kreditna politika gi multipliciraat, sekako pod kontrola na centralnata banka, i na toj na~in ostvaruvaat pari~ni sredstva i za kratkoro~ni plasmani.

Depozitite kako izvor na kratkoro~en kapital obi~no, se pojavuvaat kako:

- depoziti vo viduvawe,
- {tedni depoziti i
- oro~eni rokovni depoziti.

⁵⁸ D-r Sini{a Spasov: "Finansiski menaxment" , Ekonomski fakultet -

Skopje, 1997 god. str. 290.

Depozitite po viduvawe, odnosno avista depozitite pretstavuvaat pari koi{to po barawe na sopstvenikot mo`at da se povle~at od bankata bez prethodna najava. Obi~no, ne nosat nikakva kamata, ili, pak, kamatnite stapki se mnogu niski.

[tednite depoziti pretstavuvaat vid na {tedni bankarski smetki za malite {teda~i koi{to redovno vlo`uvaat na tie smetki, a retko gi podignuvaat parite. Ovie depoziti nosat opredelena kamata koja{to e pod nivoto na pazarnite stapki.

Rokovnite, odnosno vremenske depoziti mo`at da se podignat od bankata samo po istekot na određeniot, t.e. dogovoreniot period. Toa se, na primer, trimese~ni ili {estmese~ni depoziti, ili pak depoziti na nekoj drug rok. Kamatnata stapka kaj ovie depoziti e bliska do pazarnata stapka.

Finansiskite kompanii se specijalizirani finansiski institucii osnovani za pozajmuwawe na pari~ni sredstva na korporaciite.⁵⁹ Vo odnos na bankite, ovie kompanii se pomalku poznati kako izvor na pari~ni sredstva, a pogolem del od nivnite izvori nameneti za kreditirawe, se osigurani preku emitirawe na kratkoro~ni hartii od vrednost i so zadol`uvawe kaj komercijalnite banki. Me|utoa, kreditite koi{to se dobivaat od finansiski kompanii, po pravilo, se poskapi od bankarskite krediti, bidej|i kompaniite se specijalizirani za posebni vidovi finansirawe, pa tro{ocite za koristewe na krediti im se mnogu visoki.

Factoringot pretstavuva del od delovnite aktivnosti na specijalizirana finansiska institucija, koja{to se narekuva faktor i koja{to vo domenot na kupuvawe na pobaruwawata od korporaciite raboti so određen diskont. Nejziniot profit se ostvaruva vo momentot koga }e naplati pove}e od diskontnata cena {to ja platil za otkupenoto pobaruwawe. Factoringot prezema i određen stepen na rizik poradi mo`nosta za nenapla}awe na somnitelnite i spornite pobaruwawa. Factoringot se javuva vo pove}e vidovi: otvoren, zatvoren (taen) i sli~no.

Otvoren factoring, so ~ija{to primena faktorot mu dava do znaewe na dol`nikot deka ja

⁵⁹ Hazel J. Johnson, "Financijal Institutions and Markets - A Global Perspective", McGraw - Hill, Inc. , New York, 1993.

sobira naplatata vo korist na svojot klient, pretstavuva se po~esta delovna pojava.

Tajniot faktoring ili doverljivo diskontirawe na smetkate, mu ovozmo~uva na klientot da go prikrice faktot deka anga~iral faktor.

Iako od faktoringot proizleguvaat visoki tro{oci, ovoj anga~man obezbeduva golemi korisnosti, poradi {to toj stanuva se poatraktiven za strankite.

Vsu{nost, prednostite na faktoringot se slednive:

- go zabrzuva prilivot na pari i go olesnuva odr`uvaweto na likvidnosta;

- gi namaluva tro{ocite za naplata na pobaruvawata

- go prenesuva rizikot na faktoring firmata.

Najgolem nedostatok na faktoringot e toa {to toj pretstavuva zbir na na~ini na finansirawe. Obi~no korporaciite se odlu~uvaat za ovoj vid finansirawe koga:

- ne mo`e na drug na~in da ja obezbedat potrebnata gotovina,

- ja prodavaat stokata na kredit i

- poradi naplata na izvezenata stoka.

Najva`nite faktoring firmi vo svetot se filijali na klirin{kite banki: International Factors (Lloyds), Riffin Factors (Midland), Lombard (Notwest) i Alex Lawrite (Lloyds).⁶⁰

Ovie faktoring firmi se zanimavaat so davawe na tri vida povrzani usluzi:

- finansirawe,

- vodewe na evidencija za kupuva~ite

- osiguruvawe na krediti.

Koga edna korporacija ima golemi pobaruvawa, objektivno, mo`e da ja zagrozi svojata likvidnost, i pokraj faktot deka uspe{no raboti. Vo vakov slu~aj, faktoring firmite mo`at da obezbedat pari~ni sredstva za odr`uvawe na zalihite, za pla~awe na obvrskite, zgolemuwawe na profitabilnosta i razvojt.

⁶⁰ „Ra~unovodstvo, finansije i revizija u savremenim uslovima”

5 simpozium - Bawa Vru~ica, 2001 god.

Komitentite ñ obezbeduvaat na korporacijata kratkoro~ni pari~ni sredstva so pla}awe odnapred, vrz osnova na dogovorot. Vsuo{nost, se raboti za pla}awe na stokata pred nejzinoto ispora~uvawe. Vrz osnova na dogovorot, komitentite mo`at na korporacijata da ñ dadat avans, ako se raboti za golemi nara~ki koi{to baraat vrzuvawe na pari~ni sredstva vo zna~itelno pogolema mera od onaa {to stoi na raspolagawe. Vo takov slu~aj, proizvođitelot, trgovecot odnosno ispora~uva~ot na uslugite, mo`e da se najde vo sostojba da ne mo`e da pozajmi pari~ni sredstva od banka ili drug izvor, poradi svojata lo{a kreditna polo`ba. Poradi toa, proizvođitelite baraat avansno pla}awe, osobeno ako se raboti za posebna oprema. Avansot slu`i kako za{tita na proizvođitelot od eventualno otka`uvawe na nara~kata, otkako rabotata e ve}e zapo~nata, no isto taka slu`i i kako izvor za finansirawe na tekovnite sredstva. Kupuva~ot i dobavuva~ot mo`at me}usebno da se za{titat od otka`uvawe na dogovorot, dogovaraj}i ja uplatata na pari~nite sredstva na zaedni~ka privremena smetka (suspense account), otvorena kaj bankata, so toa {to parite od taa smetka mo`at da se povlekuvaat vo soglasnost so uslovite od dogovorot.⁶¹

Pokraj navedenite, kako eden od izvorite na kusoro~no finansirawe se i privatnite kreditni korporaciji, koi{to, re~isi, vo celost pretstavuvaat potro{uva~ki kreditni agencii. Maksimalnata visina na nivnite krediti e ograni~ena so pozitivnite propisi, no povremeno, koga na pomalite korporaciji itno im se potrebni pari~ni sredstva, toga{ tie mo`at kreditno da se zadol`at kaj vakvite korporaciji.

Odreden broj vladini agencii, ako realnite potrebi toa go nalagaat, im pozajmuvaat na korporaciite pari~ni sredstva. Nivnata va`nost vo finansiskiot menaxment e golema. Nekoi od tie krediti, vladata gi plasira kratkoro~no, no naj~esto se raboti za srednoro~ni ili dolgoro~ni krediti so mnogu povolni uslovi za otplata i povolna kamatna stapka.

⁶¹ D-r Radoslav Celovi}: "Menaxerske finansije", IP "Nau~na kwiga",

Beograd , 1995god., str. 95

Pod ostanati izvori na kratkoro~no finansirawe se podrazbiraat direktnite pari~ni krediti, koi{to pomalite korporaciji gi dobivaat od svoje partneri, akcioneri, rabotnici itn. Poradi goleminata na korporacijata ili slabata kreditna polo`ba, ovie krediti, ponekoga{ na malite korporaciji, im pretstavuvaat edinstven izvor na sredstva {to mo`at da gi obezbedat. Kreditot od partnerite ili akcionarite, ~estopati, zapo~nuva kako kratkoro~en, no poradi potrebite na raboteweto, ponekoga{, se transformira vo srednoro~en ili dolgoro~en kredit.

4. Karakteristiki na srednoro~noto i dolgoro~noto finansirawe

Srednoro~noto finansirawe (intermediate financing) posebno odgovara za malite i srednite korporativni pretprijatija, koi{to dostignale zadovoluva~ka golemina ili, pak, imaat soodveten imot {to mo`at da go koristat kako instrument za osiguruvawe na vra}aweto na kreditot.

Razni avtori razli~no gi definiraat srednoro~nite krediti. Mejutoa, primarno, tie se karakteriziraat so sledново:⁶² traeweto na periodot na otplata; na~inot na otplata; limitirawe na isplatata na dividendata; na~inot na osiguruvawe na vra}aweto na kreditot i odredenite za{titni klauzuli.

Najgolem broj srednoro~ni krediti se osiguruvaa so kvalitetni instrumenti za osiguruvawe, koi{to vetuvaa cela niza mo`ni garancii Tie instrumenti se: akcii, obvrznici, postoen traen imot,

⁶² Hazel J. Johnson: „Financijal Institutions and Markets - A Global Perspektive” McGraw - Hill, New York, 1993 god. , str. 174

novonabavena oprema itn. Tekovniot imot retko se koristi kako garancija za vra}awe na ovie krediti.

Edna od karakteristi~nite osobini na srednoro~niot kredit e za{titnata klauzula koja{to se vnesuva vo dogovorot za kredit i so koj{to se bara slednovo:

- odr`uvawe na odredeno nivo na kapital;
- limitirawe na dividendnite isplati;
- spre~uvawe na proda`ba ili realokacija na zna~ajniot imot;
- utvrduvawe na visinata na kreditnoto zadol`uvawe;
- zadol`itelno podmiruvawe na drugite stasani obvrski (pla}awe danok, osiguruvawe, kamati po drugi obvrski i sli~no) i
- vodewe na soodvetna smetkovodstvena evidencija, i izgotvuvawe na verodostojni finansiski izve{tai.

Ovie krediti posebno se pogodni za ekspanzija na fiksniot i traen tekoven imot, {to ne mo`e da bide finansiran od neto pari~nite tekovi i od zadr`anata neto dobivka. Malite i srednite korporativni pretprijatija, dokolku se isklui mo`nosta za finansirawe po pat na pozitivni neto pari~ni tekovi, mo`at da imaat pote{kotii pri zadovoluvaweto na svoite realni potrebi za dolgoro~no finansirawe. Vo takvi slu~ai, srednoro~niot kredit se javuva kako adekvatno finansisko re{enie. Vsu{nost, toj }e ovozmo`i nabavka na nova oprema, odnosno ekspanzija na fiksniot imot, {to potoa }e vlijae na zgolemuvawe na proda`bata, kako i zgolemuvawe na pari~nite sredstva za podmiruvawe na kreditnite obvrski.

Vtoroto va`no pra{awe vo vrska so primenata na srednoro~nite krediti se sostoi vo refinansirawe na ve}e postoe~kite kratkoro~ni krediti, pri {to ovie krediti mo`at da stanat revolving krediti. Ako korporativnoto pretprijatie smeta deka kratkoro~niot kredit ja slabee negovata kreditna polo`ba i profitnite o~ekuvawa, so transformacijata na kratkoro~niot vo srednoro~en kredit, se prodol`uva rokot na stasuvawe na toj del od kratkoro~nite obvrski. So toa se zgolemuva kvalitetot na rokovnata struktura na kapitalot.

Razgleduvaj{i go dolgoro~noto finansirawe (longterm financing), navleguvame vo podra~jeto na golemite korporaciji so slo`ena organizaciona struktura, neophodno za nivno trajno dejstvuvawe. Kapitalot potreben za finansirawe na investicionite mo`nosti, mo`e da se obezbedi od finansiskite institucii po pat na investicioni krediti ili so emisija na dolgoro~ni hartii od vrednost.

Su{tinata na dolgoro~niot kredit se sostoi vo posreduvawe na bankite pome|u onie {to ostvarenata akumulacija ne ja tro{at vo celost i onie subjekti na koi{to im nedostasuvaat pari~ni sredstva za finansirawe na investiciite. Vo ovoj slu~aj, bankata gi akumulira slobodnite pari~ni sredstva i ja prenesuva kupovната mo} od suficitarnite subjekti (pojavuvaj{i se kon niv kako dol`nik) na deficitarnite subjekti (prema koi{to se pojavuva kako doveritel).⁶³ Finansiraweto po pat na dolgoro~ni krediti, na finansiskiot menaxment mu nudi niza prednosti. Pred si, kaj dolgoro~nite krediti ne postoi opasnosta od rokovite na dostasuvawe na glavnica, {to e slu~aj so kratkoro~nite krediti, kaj koi{to postojano e zagrozena solventnosta na dol`nikot. Isto taka, ako fiksniot ili trajniot tekoven imot se zgolemuva so kratkoro~no finansirawe na toj imot, vo bilansot }e dojde do negativni prelevawa, bidej{i ne postoi adekvaten izvor - sopstven kapital ili dolgoro~ni krediti. Od aspekt na normalnite delovni operacii, dolgoro~niot kredit e prirodan konkurent na sopstveniот kapital, dokolku se raboti za finansirawe na potrebite za fiksen, odnosno traen tekoven imot.

Od druga strana, postojat dve opasnosti pri upotrebata na dolgoro~nite krediti, na koj{to finansiskiot menaxment sekoga{ nastojuva da im posveti dovolno vnimanie. Prvata rizi~nost proizleguva od faktot {to dolgoro~nosta na obvrskite mo`e da se efektuira kako teret vo raboteweto, bidej{i kamata na takviот kredit pretstavuva

⁶³ Prof. d-r Branko Trajkoski: "Delovni finansii so finansiski

menaxment", Ekonomski fakultet - Prilep, 2002 god., str.168.

tipi~no fiksna obvrsta, koja{to treba da se podmiri bez oglea na finansiska i ekonomska sostoiba na korporativnoto pretprijatie.

Vtorata rizi~nost {to proizleguva od upotrebata na dolgoro~niot kredit so ednokratno dostasuvawe, se sosto i vo faktot {to toga{ ne postoji vremenski pritisok na otplatata odnosno na tekovnite pari~ni tekovi (kako {to e slu~aj kaj krediti {to se otpla}aat po amortizacionen plan, po pat na anuiteti), poradi {to menaxmentot mo`e da ja zanemari mo`nosta za predvremeno podmiruvawe na obvrskite. No, ako pretprijatiето e vo sostoiba da gi plati ili refinansira stasanite obvrski, toga{ ovaa opasnost i ne e tolku golema.

Ottuka proizleguva deka dolgoro~noto finansirawe e pogodno samo za onie korporacii koi{to imaat golemo iskustvo vo svoeto rabotewe i kontinuirano rabotat so uspeh. Me|utoa, praksata bara na~elata na ova finansirawe da se zemat kako zna~aen izvor na pari~ni sredstva vo site podra~ja na delovnoto rabotewe.

5. Oblici na finansirawe na korporaciite

Za da se dobie pojasna slika za toa kako se odviva finansiraweto na korporaciite, potrebno e da se analiziraat i razrabortat osnovnite oblici na finansirawe, a toa se slednive:

- samofinansirawe
- finansirawe preku emisija na dolgoro~ni hartii od vrednost,

- finansirawe so zaedni~ki vlo`uvawa i

- finansirawe so pomo{ na krediti

Sekoj od spomenatite oblici ima svoi specifi~nosti i karakteristiki koi zaslu`uvaat poseben tretman. Me|utoa, pokraj spomenatite, postojat i drugi oblici na finansirawe, kako na primer: finansirawe od spontani izvori, faktoring i forfeting finansirawe so lizing i fran{izing aran`mani i sli~no.

a) Samofinansirawe

Karakteristi~no za samofinansiraweto e toa {to finansiskite sredstva korporativното pretprijatie gi obezbeduva od sopstveni izvori. Za da mo`e tekovite na reprodukcijata da se finansiraat od sopstveni izvori, neophodno e da se raspolaga so dovolno finansiski sredstva i da postoji pozitiven finansiski rezultat. Ovoj na~in na finansirawe ima niza prednosti, od pri~ina {to e besplateno, odnosno pretprijatieto ne pla}a kamata, a so toa ja zgolemuva samostojnosta i efikasnost vo raboteweto.

Gledano od aspekt na potekloto na sredstvata za samofinansirawe, samofinansiraweto vo stru~nata literatura se javuva vo dve varijanti:

- samofinansirawe od interni izvori,
- samofinansirawe od eksterni izvori.

Interni izvori se onie koi korporativното pretprijatie kako samostoen praven i ekonomski subjekt, gi sozdava vo raboteweto, bilo so amortizacija na osnovnite sredstva, bilo so dolgoro~ni rezervirawa, ili pak so sozdavawe akumulacija i sl.

Vo zavisnost od toa kako pretprijatieto gi sozdava ovie izvori, tie se javuvaat vo slednive

vidovi: amortizacija, naplata na glavnica od dolgoro~nite plasmani, dolgoro~ni rezervirawa napravljeni na tovar na vkupniot prihod, akumulirana neto dobivka, efekti od revalorizacijata nadomesteni od vkupniot prihod.

Pokraj navedenite fakti, treba da se istakne deka procesot na samofinansirawe, pokraj toa, e vo direktna vrska i pod silno vlijanie na merkite i instrumentite na fiskalnata politika, taka {to so primenata na adekvatni merki na ovaa politika se zajaknuvaat izvorite na samofinansirawe i, sprotivno na toa, neadekvatnite merki na fiskalnata politika destimulativno vlijaat vrz izvorite na samofinansirawe. [to zna~i, so pravilno opredeluvawe na dano~nite stapki mo~e neposredno da se vlijae na procesot na samofinansirawe.

Pod eksterni izvori na samofinansirawe se podrazbiraat site onie pravni i fizi~ki subjekti koi{to bez obvrski za vra}awe obezbeduvaat sredstva za finansirawe na korporacijata, a nivnoto sedi{te e nadvor od nea. Trgnuva}i od toa koi se tie pravni i fizi~ki subjekti i od kade poteknuvaat, eksternite izvori na finansirawe se javuvaat vo slednive vidovi: samofinansirawe so emisija na akcii, trajni vlogovi od tretii lica, prodaba na interni akcii so popust, vlo`en kapital od sopstvenici na inokosni pretprijatija, prodaba na dolgoro~ni obvrznici nad nominalnata vrednost.

b) Emisija na dolgoro~ni hartii od vrednost

Pokraj kreditiraweto, finansiraweto so zaedni~ki vlo`uvawa i samofinansiraweto, mo~e da se re~e deka eden od naj~esto koristenite izvori e emisijata na dolgoro~ni hartii od vrednost (akcii, dolgoro~ni obvrznici, dolgoro~ni sertifikati, ovlastuvawa - warants, prava - rights i tn.).

Vo postapkata za finansirawe so dolgoro~ni hartii od vrednost postojaat pove}e fazi: ⁶⁴

Podgotovka za emisija na dolgoro~ni hartii od vrednost.

⁶⁴Vidi: prof. d-r Dragan Krasuqa: "Poslovne finansije" VI izdawe,

Beograd , 1994 god. , str.72

Ovaa faza gi opfa}a slednive postapki:

- stopanskite subjekti (bankite, dr`avnite institucii i drugi subjekti) utvrduvaat nedostig od pari~ni sredstva, odnosno kapital;

- se utvrduva na koj na~in }e go obezbedat toj nedostig. Koj model }e se prifati zavisi od kamatnata stapka, dividendata, od profitnata stapka vo oddelni dejnosti i sl. (Primer: ako profitnata stapka e pogolema od prose~nata kamatna stapka, toga{ korporativното pretprijatie }e se opredeli finansiraweto da go vr{i po pat na akcii, bidej}i akciite }e imaat golema vrednost na pazarot);

- se opredeluva visinata na kamatnata stapka i se utvrduva visinata na dividendata, koja{to mo`e da bide fiksna vo slu~aj ako se izdavaat preferencijalni akcii.

Korporativното pretprijatie opredeluva na koj na~in }e ja izvr{i prvata emisija na dolgoro~ni hartii od vrednost, {to se narekuva primarna emisija. Toa mo`e emisijata da ja nudi direktno ili indirektno na pazarot na kapital.

Za da se sfati su{tinata na finansiraweto so emisija na dolgoro~ni hartii od vrednost neophodno e da se definiraat akciite i obvrznicite so site neophodni karakteristiki.

Akciite i obvrznicite pretstavuvaat pravo na iden prinos na emitentot, a me|usebe se razlikuvaat vo zavisnost od promenlivosta na prinosot, pa se do premijata na rizikot {to investorot e spreman da ja plati.

Ottuka mo`e da se definira deka akcijata e dolgoro~na hartija od vrednost bez rok na vtasuvawe, so koja se izrazuva sopstveni~ki odnos. Vsuo{nost, taa e finansiski instrument {to na sopstvenikot (investitorot) mu dava pravo na del od profitot na korporacijata vo vid na dividenda, kako i pravo na upravuvawe.

Akcijata ima nominalna vrednost koja{to slobodno se utvrduva pri osnovaweto na korporacijata i taa e zapi{ana na akcijata. Ovaa vrednost naj~esto e niska, bidej}i nema druga ekonomska funkcija, osven da slu`i kako presmetkovna kategorija, t.e. da go

izrazi srazmerniot udel na sopstvenikot vo kapitalot na korporacijata.

Ako, akciite se izdavaat nad nominalniot iznos, celiot vi{ok mora da bide uplaten pred upisot na korporacijata vo trgovskiot registar. Ovoj vi{ok vleguva vo nejziniot **rezerve** fond.⁶⁵

Vo stru{nata literatura, obi~no, se sretnuvaat slednive vidovi akcii:⁶⁶ obi~ni akcii, preferencijalni (povlasteni), interni, privremeni, dividendni i delbeni akcii.

Obi~nite akcii se naj~esto akcii so polno pravo na glas. Imatelite na obi~nite akcii imaat pravo da u~estvuvaat vo odlu~uvaweto. "Obi~nite" akcioneri (sopstvenicite na obi~ni akcii) imaat t.n. kone~no ili rezidualno pobaruvawe prema korporacijata: toa zna~i deka dividendite vrz osnova na obi~nite akcii mo`at da se isplatat duri otkako }e bidat isplateni site obvrski. Isto taka, pri likvidacija (bankrot) na dru{tvoto, obvrskite kon obi~nite akcioneri se namiruvaaat duri otkako od likvidacionata vrednost }e se podmirat obvrskite prema doveritelite (imatelite na obvrznici) i prema preferencijalnite akcioneri. **Dividendata na obi~nite akcii** ne e odnapred opredelena i konkretno utvrdena suma. Vo princip i najop{to govorej{i, dividendata na obi~nite akcii zavisi od goleminata i vremenskiot tok na ostvareniot profit i od konkretnite odluki koi ja opredeluvaaat politikata na raspredelba na neto dobivkata na dividenda i t.n. akumulirana dobivka ("zadr`an" profit). Obi~nite akcii se "sopstveni~ki" vrednosni hartii so varijabilen prinos koj mo`e da bide realiziran duri otkako }e bidat namireni obvrskite po drugite hartii od vrednost. Ottuka proizleguva deka obi~nite akcii sodr`at pogolem stepen na rizik vo odnos na drugite korporaciski vrednosni hartii (obvrznici i preferencijalni akcii), no, kako kompenzacija za pogolemata rizi~nost i o~ekuvanata (i od pretprijatiето vetenata) stapka na

⁶⁵ D-r Sini{a Spasov: "Finansiski menaxment", Unija, Skopje, 1997 god. , str. 95.

⁶⁶ Louis Engel, Henry R. Hecht: „How to buy stocks”, Brown and Company, New York, 1994 god. , str.27.

prinos mora da bide relativno poviška za ovie akcii da gi privlečat potencijalne investitor.

Obične akcioneri ostvaruuaat prinos na akcii vo vid na dividendi koi društvo im gi isplaća vo gotovina, a isto taka može da ostvarat i prinos vo vid na kapitalna dobivka, koja pretstavuva aprecijacija (zgolemuvawe) na pazarnata cena na akcionerskata glavica t.e. na samite akcii na pazarot na kapital. Dividendata pretstavuva eden del od ostvareniot profit t.e. od neto dobivkata, dodeka drugiot nejzin del se nametnuva za porast na izvorite na sopstveni ot kapital odnosno se akumulira vo samata korporacija i pretstavuva interen izvor na sredstva za finansirawe na investiciite. Pri raspredelbata na neto dobivkata dividendata i akumuliranata dobivka se javuuaat kako konkurentski golemi, pa politikata na raspredelbata na neto dobivkata se naoja pred problemot kako da go opredeli optimalni ot odnos pomeđu niv. Na kratok rok akcionerite se zainteresirani da ostvarat što poviški dividendi i na toj način da go maksimiraat prinosot na sopstveni ot kapital, pa zatoa je nastojuuaat preku akcionerskoto sobranie i drugite formi na vlijanie vrz tekovnoto upravuvawe da ja favoriziraat dividendata pri raspredelbata. Od druga strana, upravata (menadžmentot) vo princip e zainteresirana za maksimirawe na rastot i ekspanzijata na korporacijata (što vo osnova e funkcija na akumulacijata na kapitalot, pa zatoa pri odlučuvaweto za raspredelbata je go favorizira akumuliraweto na (što pogolem del od dobivkata i sozdavawe baza za ekspanzija na ta korporacija).

Preferencijalnite akcii pretstavuuaat t.n. hibriden oblik na hartii od vrednost, kaj koi ima kombinirawe na karakteristikite na obične akcii i na obvrznicite, na sopstveniki te i na dolgovnite hartii od vrednost. Preferencijalnite akcii se hartii bez rok na dospevawe. Tie nosat prioritetno pravo na učestvo vo raspredelbata na neto dobivkata vo odnos na pravoto na obične akcii, a od druga strana, pravoto na učestvo vo raspredelbata na dobivkata na imatelite na obvrznici e prioritetna vo odnos na pravoto na **preferencijalnite akcioneri**. Isto taka pri raspredelbata na likvidacionata masa,

preferencijalnite akcioneri imaat prioriteto pravo vo odnos na obi~nite akcioneri, no pravoto na doveritelite po obvrznicite e prioriteto vo odnos na pravoto na preferencijalnite akcioneri. Ottamu, stepenot na (finansiski) rizik koj go pretpostavuvaat preferencijalnite akcii za investitorite e ponizok od rizikot kaj obi~nite, no e povisok od onoj kaj obvrznicite. Iako kapitalot obezbeden preku emisija na preferencijalni akcii ima karakter na permanenten izvor na finansirawe, dividendata po ovie akcii ima fiksen karakter i e limitirana na određen godi{en iznos ili određen procent od nominalnata vrednost. **Preferencijalnata dividenda** mo`e da bide isplatena vo određeniot presmetkoven period, vo koj slu~aj taa se kumulira i se ispla}a kumulativniot iznos vo nekoj drug nareden period, pri {to vo princip ne mo`e da se ispla}a dividenda na obi~nite akcioneri sé dodeka ne se isplati kumuliranata preferencijalna dividenda.

Preferencijalnite akcii ne nosat pravo na glas, t.e. pravo na u~estvo na upravuvaweto. No vo slu~aj da bide odlagano ispla}aweto na dividendata vo podolg vremenski period, na preferencijalnite akcioneri mo`e da im bide ovozm`eno pravoto da u~estvuvaat vo upravuvaweto, bidej}}i toga{ me|u niv i obi~nite akcioneri su{tinski nema nikakva razlika. Postojat razli~ni modaliteti na preferencijalni akcii koi soodr`at određeni specifi~ni karakteristiki, kako {to se: ⁶⁷

- Mo`nosta za u~estvo vo raspredelbata na neto dobivkata (pokraj utvrdenata preferencijalna dividenda) - toa se t.n. participativni preferencijalni akcii;

- formirawe na poseben fond za povlekuvawe / otkup na preferencijalni akcii od strana na korporaciite - emitenti;

- mo`nost za konverzija vo obi~ni akcii - kako eden oblik na t.n. konvertibilni hartii od vrednost;

- prilagoduвање na iznosot na dividendite soglasno promenite vo tekovната pazarna kamatna

⁶⁷ D-r Nenad Vuwak: "Finansiski menaxment (poslovne finansije 3)",

Ekonomski fakultet - Subotica, 2001 god. , str. 133.

stapka - t.n. preferencijalni akcii so promenlivi prihodi (adjustible preferred stock);

- emisija na preferencijalni akcii so ograničen rok na dospevawe (kaj nekoi emisii toj rok mo`e da iznesuva samo 7 nedeli) - t.n. preferencijalni akcii koi cirkuliraat na pazarot na pari - money market preferred stock.

Ova uka`uva na brojnite mo`nosti za kombinirawe na karakteristikite na sopstveni`kite i dol`ni`kite finansiski instrumenti koi mo`at da se ostvaruvaat preku razli`nite vidovi na preferencijalni akcii.

Vo kontekst na definirawe na obi`nite i preferencijalnite akcii, posebno zna`ajno e da se spomene nivnata vrednost i na`inot na nejzinoto opredeluvawe. Pazarnata vrednost na obi`nite akcii koja{to slu`i samo kako orientacija na prodava`ot pri prodaba na sekundarniot pazar na dolgoro`ni hartii od vrednost, se utvrduva po slednava formula:⁶⁸

$$P = N \cdot \frac{Sd}{K},$$

kade {to:

R - pazarna vrednost na obi`nite akcii;

N - nominalna (emisiona) vrednost na akciite;

Sd - stapka na dividendata presmetana so odnosot na isplatenata

dividenda i nominalnata vrednost na obi`nite akcii;

K - va`e-ka kamatna stapka na pazarot na kapital.

Dokolku pazarnata vrednost e pogolema od nominalnata, toga{ taa razlika pretstavuva kapitalna dobivka, {to se kni`i na stranata na pasivata, kako sopstven izvor. Interesot na akciite se состоi vo toa stapkata na dividendata da bide pogolema od kamatnata stapka i sé dodeka taa e pogolema, toa e pokazatel deka na sekoj {to ima pove`e pari mu se ispla}a da kupi obi`ni akcii, otkolku da gi vlo`i vo banka.

Teorijata na finansiskiot pazar konstruirala nekolku modeli za presmetuvawe na vrednosta na

⁶⁸ Eugene F. Brigham, Louis C. Gapenski: „Financial management, Theory and Practice” Seventh edition, The Dryden Press, New York, 1994 god., str. 362.

obi~nite akcii. Toa se ⁶⁹: modelot na diskontirawe na dividendata, modelot na sporeduvawe na koeficientot na cenata i prihodot i modelot na diskontirawe na gotovinskiot tek.

Vrednosta na akcijata, so primena na diskontirawe na dividendata, se presmetuva na sledniov na~in: ⁷⁰

$$P = \frac{D}{r}$$

kade {to:

P - cena na akcijata,

D - o~ekuvana dividenda,

r - diskontna stapka.

Ovaa formula mo`e da se koristi za presmetuvawe na tekovniot prinos na akciite, {to e ednakov na baranata diskontna stapka (stapkata na kapitalizacija), so pretpostavka deka pazarnata cena na akcijata odgovara na bilansnata vrednost. Ovoj model ne mo`e da se koristi za sporeduvawe na odnosot na pazarnata cena i bilansnata vrednost ⁷¹ na dve ili pove}e akcii, kako i za koristewe na tie razliki vo izborot na investiciona alternativa. Za taa namena mo`e da se koristi komparativniot model za utvrduvawe na vrednosta na akcijata.

Ovoj model se zasnova na koristewe na koeficientot na cenata i prihodot. Za da se presmeta vrednosta na ovoj koeficient, prvo treba da se utvrdi

⁶⁹ D-r Branko Vasiljevi}: "Osnovi finansijskog tr`i{ta", Beograd: Diamond Hard

1997 god. str. 162.

⁷⁰ Prof. d-r Branko Trajkoski: "Delovni finansii so finansiski

menaxment", Ekonomski fakultet - Prilep, 2002 god. , str. 149

⁷¹ Bilansnata vrednost na obi~nite akcii se utvrduva na toj na~in {to

trajniot kapital, zgolemen za dolgoro~nite rezervirawa i kapitalnata

dobivka namalen za zagubata se podeli so brojot na akciite

prihodot po akcija, {to se opredeluva na sledniov
na~in: ⁷²

	Neto dobivka {to se deli
na akcionerite	
Prihod po akcija =	<hr/>
	Vkupan broj na
obi~ni akcii	

Modelot na diskontirawe na gotovinskiot tek,
vrednosta na akcijata ja presmetuva spored slednava
formula: ⁷³

$$S = \frac{x(1-t)}{r},$$

kade {to:

S - e vrednost na sopstveniот kapital
(kapitaliziran gotovinski
tek na pretprijatieto),

x - dobivka pred odano~uvawe,

r - diskontna stapka,

t - stapka na odano~uvawe na dobivkata.

Od navedenite metodi, investitorite naj~esto
go upotrebuvaат методот na koristewe na dividendata,
pri {to treba da se ima predvid deka stanuva zbor za
o~ekuvana dividenda, za{to inaku ne bi mo`elo da se
razbere zo{to investitorite vlo`uvaат vo akcii na
korporativnite pretprijatija koi ne ispla}aat
dividenda ili ne bele`at rast na prihodite.
Pretprijatijata vo razvoj, osobeno tehnolo{ki
razvienite, ne ispla}aat dividenda, tuku vo celost ja
zadr`uvaат za natamo{en rast (akumulacija).

Strukturata na kapitalot na korporacijata
mo`e da se podeli najglobalno na dva dela:
akcionerska glavnica i dolgoro~en dolg. Dolgoro~niот
dolg pretstavuva takov izvor na kapital koj se
formira preku sredstva dobieni od emisijata i
proda`ba na korporaciskite dolgoro~ni obvrznici od
edna strana, ili neposredno preku klasi~ni kreditni

⁷² Louis Engel , Henry R. Hicht , citirano delo, str.49

⁷³ Prof. d-r Branko Trajkoski , citirano delo, str. 531

aran`mani me|u bankata i korporacijata od druga strana. Vo sovremenite uslovi, prviot na`in stanuva prete`en oblik na anga`irawe na dolgoro`niot dolg, so ogled na postoeawe na eden proces na t.n. sekjurizacija - proces pri koj interesite na finansierite, pri vospostavuvawe na razli`nite finansiski odnosi, se obezbeduvaat preku razli`ni vidovi na hartii od vrednost, odnosno, samiot odnos: finansier - korisnik na finansiski sredstva se vospostavuva vrz baza na emisija i promet na hartii od vrednost.

Obvrznicite se hartii od vrednost, hartii na doverba, so koi izdava`ot se obvrzuva deka na liceto navedeno na obvrznicata ili vrz osnova na negova naredba, odnosno na donositelot na obvrznicata }e go isplati na opredeleniot datum iznosot naveden vo obvrznicata, odnosno iznosot na anuitetniot kupon. Obvrznicite se hartii na doverba {to gi izdavaat (gi emituvaat) dr`avata, bankite ili pogolemi stopanski subjekti i toa kako protivvrednost za primenite finansiski sredstva od kupuva`ite na obvrznicite.

Po pravilo, obvrznicite nosat fikсни kamati, se so fikсни kamatni stapki. No, so ogled na toa {to vo pove}eto zemji vo svetot postojat poniski ili povisoki stapki na inflacija, vo uslovi na inflacija obvrznicite `estopati nosat fluktuira`ki kamati. Kamatnite stapki naj`esto se opredeluvaat so nekoj procent povisoko od libor kamatnite stapki (libor zna`i London interbank Offered Rate kamati {to me|usebno si gi presmetuvaat londonskite banki) ili povisoki kamatni stapki od Prime rate (kamatni stapki {to gi presmetuvaat amerikanskite banki na svoite najdobri dol`nici).

Obvrznicite mo`at da se prodavaat (da se emituvaat) ⁷⁴:

- po nominalna cena, po cena na koja{to glasat (al pari);
- pod nominalnata cena (sub pari) i

⁷⁴ D-r Gordana Vitanova: "Pazarot na kapital vo sovremenata teorija i

praktika i negovite funkcii vo finansiraweto na pretprijetijata",

Ekonomski fakultet - Prilep, 2000god. , str. 182.

• poskapo od nominalnata cena (super pari) ako obvrznicata nosi dosta visoka kamata.

Cenata na obvrznicite na sekundarniot pazar vo osnova e determinirana: prvo, so op{toto nivo na kamatnite stapki. Obvrznicite so poniska kamatna stapka se prodavaat po cena koja {to e pod nominalnata (so diskont). Ako, pak, kamatnite stapki padnat, porano emituvanite obvrznici so povisoka kamatna stapka mo`at da se prodavaat so premija. Toa zna~i deka {tom obvrznicite stanat predmet na trgovawe na sekundarniot pazar se izlo`eni na rizik od menuvawe na visinata na kamatnite stapki. Ottamu na visinata na cenata na obvrznicite vlijaat istite faktori {to vlijaat i na visinata na kamatnite stapki, se razbira, vo inverzna relacija; vtoro, dosta golemo vlijanie vrz cenata na obvrznicite ima bonitetot, odnosno kreditniot rejting na emitentot. Skoro sekoga{ obvrznicite {to se visoko rangirani nosat pomal krediten rizik so toa i poniska kamatna stapka. Pritoa, treba da se ima predvid deka razlikata meju kamatnite stapki za obvrznicite so povisok i obvrznicite so ponizok krediten rizik (default risk) se narekuva premija na rizikot. Obvrznici {to so sebe nosat rizik sekoga{ imaat pozitivna premija koja se zgolemuva so zgolemuvawe na kreditniot rizik. Dolgoro~nite obvrznici mo`at da se javat vo sledniov oblik: dr`avni obvrznici, obvrznici na lokalnite organi na vlasta (op{tinski obvrznici) i korporativni obvrznici.

Dr`avnite obvrznici (doovernment bonds) gi izdava i za niv garantira dr`avata, odnosno vladata. Ovie obvrznici se izdavaat so cel da se finansira deficitot na buxetot (investicionen ili razvoen) od kogo se finansira razvojot na infrastrukturnata ili drugite razvojni proekti. Poradi razvojniot karakter ovie obvrznici se narekuvaat razvojni obvrznici. Za da bidat atraktivni dr`avnite obvrznici mo`at da bidat oslobodeni od pla}awe na danok. ^estopati vladite na poedini razvieni pazarni ekonomii formiraat zatvoreni pazari za nivnite obvrznici, so nerealno niska kamata i so obvraska komercijalnite banki i drugite finansiski institucii da gi kupuvaat kako del od svoje zadol`itelni rezervi.

Lokalnite organi na vlasta ~estopati imaat potreba od kapital - da izgradat u~ili{ta, po{ti, bolnici, i golem broj drugi proekti vo nivna nadle`nost. Poradi toa, tie izdavaat obvrznici koi se narekuvaat op{tinski obvrznici (**municipal bonds**). Bidej`i, prinosot na ovie obvrznici obi~no e osloboden od danok, tie se doka`aa kako atraktivni ne samo za investiciite so visok prihod, tuku i za tie so sreden prihod. Vo osnova postojat dva vida op{tinski obvrznici:

- **Obvrznici so op{ta obvraska (General obligation bonds)**, koi se potkrepeni so celosnata doverba, kreditot i mo}ta za odano~uvawe na onaj koj gi izdava. Glavninata i kamata na ovie obvrznici se ispla}aat od buxetskite prihodi.

- **Prihodni obvrznici (revenue bonds)**, se izdavaat za finansirawe na to~no opredeleni proekti - pati{ta na koi se nao|aa patarini, mostovi, energetski proekti i sli~no. Glavnicata i kamata glavno se ispla}aat edinstveno od prihodite sobrani od vakvi proekti.

Korporativnite obvrznici - se dolgoro~ni obvrznici {to gi emituvaat korporaciite so cel pribirawe sredstva za kapitalni vlo`uvawa. Rokovната структура i visinata na kamatната stapka na ovie obvrznici zavisi od ekonomskata sila na pretprijatiето, negovata polo`ba na pazarot na kapital i uspe{nosta na realizacijata na prethodните emisii. Odlukata za kupuvawe korporativni obvrznici investitorot }e ja donese vo soglasnost so sopstvenite o~ekuvawa za delovniот rezultat i likvidnosta. Negovata odluka ne mora da bide uslovena od visinata na neto profitot na korporacijata, odnosno od dividendata, kakov {to e slu~ajot so investiraweto vo akcii, zatoa {to otplatite na kamata na obvrznicite se tro{ok na korporaciite.

Od aspekt na metodite na otplata, korporativnite obvrznici mo`at da se podelat na: kamatni, diskontni i dohodovni, pri {to dohodovната korporativna obvrznica e specifi~na i zaslu`uva posebno razgleduvawe. Ovaa obvrznica soдр`i vetuvawe za pla}awe na kamata, no pla}aweto e usloveno od soodvetното nivo na neto prihodot na korporacijata.

Kamatata {to se pla}a mo`e da bide kumulativna, odnosno obvrskata za isplata mo`e da bide prenesena vo naredniot period.

Pokraj prethodno iznesenoto vo vrska so finansiraweto so emisija na dolgoro~ni hartii od vrednost, sakam da naglasam deka, ako edna korporacija e uspe{na, akcionerot mo`e da se nadeva da ostvari zna~itelen profit, bidej}}i cenata na akcijata }e se zgolemi. Sopstvenikot na obvrznicite ne mo`e da ja deli taa nade`. Aprecijacijata na pazarnata cena za korporativnite obvrznici e obi~no ograni~ena, bez ogled na toa kolku e uspe{na korporacija. Me|utoa, promenata na cenite na obvrznicite, pottiknata od fluktuaciite na kamatnite stapki, mo`e da bide prili~no dramati~na vo erata na promenlivist na kamatnite stapki.

Od druga strana, ako sopstvenicite na obvrznici ne mo`at da o~ekuvaat da dobijат tolku mnogu na investiraniot kapital, tie isto taka i ne rizikuvaat da izgubat mnogu. Ovie investicii se mnogu podobro za{titeni, blagodarenie na faktot deka obvrznicite pretstavuvaat dolg. Ako korporacijata se raspadne, dolgovite kon sopstvenicite na obvrznicite, isto kako i sekoj drug dolg, kako za rabotna raka i materijali, mora da se isplati pred sopstvenicite, kako na obi~ni, taka i na prioritetni akcii, da dobijат i cent od ona {to e preostanato od taa korporacija. Pobaruvawata od sopstvenicite na obvrznici doa|aat prvi, potoa onie od sopstvenicite na prioritetni akcii - i na kraj, sopstvenicite na obi~ni akcii.

Relativno pomaliot element na rizik kaj korporativnite obvrznici, istoriski gi napravi popularna forma na investirawe kaj institucionalnite investitori. Ova e glavniot pazar na koj se osvrnuvaat investiciskite bankari koga go prezemaat rizikot za emisija na korporativni obvrznici. Mnogu ~esto, tie mo`at da uspeat vo prodabata na cela emisija na obvrznici na samo eden ili dva golemi institucionalni klienti, kako {to se nekoja osiguritelna kompanija ili penziski fond. Koga nema javna ponuda, zdelkata e poznata kako privaten plasman (private placement).

Investicijskí fondoví {to rabotat so obvrznici i otvoreníe investicijskí fondoví (druga forma na zdru`eni investicii), isto taka, stanava`en izvor na pobaruva~ka za korporativní obvrznici, kupuvaj}}i na nivo na institucii i potoa obezbeduvaj}}i im u`estvo na investitorite - poedinici vo diversifikuvano portfolio na obvrznici.

Od gledí{te na korporacijata, izdavaweto obvrznici soodr`i edna o`igledna nepovolnost: kamatat pretstavuva fiksna tro{ok {to treba da se pokrie i vo lo{i i vo dobri vremíwa. Sprotivno na toa, korporaciíte mo`e i da ne im isplati dividenda na akcionerite, dokolku nema dovolno pari - pa duri i vo dobri vremíwa ne postoji takva obvrška. Vtoro, obvrznicite mora da se otplatat na denot na nivnoto dostasuvawe, dodeka akciíte ostanuvaat validni zasekoga{.

Toga{ zo{to nekoja korporacija {to ima izbor bi se odlu~ila za izdavawe obvrznici? Zatoa {to, vo svoite finansiski planovi, taa o`ekuva deka }e mo`e da zaraboti zna~itelno pogolem profit na dopolnitelniot kapital pribran preku izdavaweto na obvrznicite, otkolku {to }e treba da isplati za kamata na toj kapital. U{te pove}e, isplatata na kamatat na obvrznicite e tro{o~na stavka koja{to se odbiva od dobívkata na korporacijata pred taa da go plati sojuzniot danok na taa dobívka, dodeka dividendite se ispla}aat od ona {to ostanuva, otkako korporacijata go platila svojot danok na dobívka. Taka, vsu{nost, korporacijata pomalku ja ~ini pla}aweto na odredena suma pari na sopstvenicite na obvrznici, otkolku {to ja ~inat isplatite na istata suma na pari na akcionerite. Ovaa prednost progresivno raste so godinite, ako zarabotkata i dividendite prodol`at da rastat, dodeka kamatat {to se ispla}a na sopstvenicite na obvrznici ostanuva fiksna. Koga nekoja korporacija ima zna~itelna koli~ina obvrznici ili prioritetni akcii, vo odnos na kapitalot vo obi~ni akcii, za obi~nite akcii se veli deka imaat visok leverix (u`estvo na dolgovite vo vkupniot kapital). Sekoe zgolemuwawe ili namaluwawe na operativnata zarabotka na korporacija, proporcionalno }e ima mnogu pogolemo vlijanie vrz zarabotkata (i mnogu verojatno na cenata) na obi~nite

akcii. Re~isi po definicija, visokiot leverix gi doveduva do maksimum mo`nostite za multiplicirawe na vrednosta na investicijata vo sopstveni~ki kapital, no vo isto vreme gi zgolemuva i rizicite. Isto taka, me|u mnogubrojnite investiciski odluki so koi se soo~uvaat, razumnite investitori mora da go odredat stepenot na rizik do koj tie bi se ~uvstvuvale udobno.

v) Finansirawe so zaedni~ki vlo`uvawa

Finansiraweto so zaedni~ki vlo`uvawa e takov oblik na finansirawe koga edno pravno lice od zemjata ili stranstvo sklu~i dogovor za finansirawe so drugo lice. Dokolku pravniot subjekt koj{to vlo`uva e od edna zemja, a pravniot subjekt vo koj{to se vlo`uva e od druga zemja, toga{ stanuva zbor za zaedni~ki stranski vlo`uvawa, koi{to vo sekoja zemja se reguliraat so posebni zakonski propisi, so cel da se za{titat interesite kako na doma{nite, taka i na stranskite subjekti. Toa se t.n. stranski vlo`uvawa.

Vo dogovorot za zaedni~ki vlo`uvawa na doma{nite so stranski partneri, me|u drugoto, se navedeni slednive odredbi: imeto na korporativното pretprijatie koe vr{i zaedni~ki vlo`uvawa, predmetot na rabotewe, se naveduva iznosot na sredstvata {to gi vlo`uva sekoj od vlo`uva~ite, se naveduva na~inot na koj{to }e se vr{i raspredelbata na dobivkata i }e se pokriva zagubata, se utvrduva vr{eweto na kontrolata i primenata na standardite za realno utvrduvawe na finansiski rezultat, na~inot na upravuvawe, traeweto na dogovorot za vlo`uvawe, na~inot na vra}awe na vlo`uvaweto, na~inot na re{avawe na sporovite i sl.

g) Kreditirawe

Eden od posebnite vidovi finansirawe sekako e kreditiraweto, {to pretstavuva odnos me|u dva ili pove}e partneri, kade eden ili pove}e partneri (kreditori) mu preotstapuvaat eden del sredstva (vo natura ili pari) na drug partner (kreditiran), pod opredeleni uslovi i na opredeleno vreme. Preotstapenite sredstva se vikaat krediti.

Za da postoi kreditirawe treba da se ispolnat tri bitni elementi, i toa:

- preotstapuvawe opredeleni sredstva na koristewe pod opredeleni uslovi;

- obvraska deka dobienite sredstva }e bidat vrateni vo dogovoreniot nadomest - kamata;

- doverba deka preotstapenite sredstva }e bidat vrateni.

Doverbata, odnosno obvrskata deka preotstapenite sredstva }e bidat vrateni mo`e da bide steknata ili doka`ana so li~no ubeduvawe ili pak, so primawe, odnosno davawe nekakov zalag.

Kreditot ima posebno zna~ajno mesto vo procesot na reprodukcija, bidej}}i so negova pomo{ se odr`uva postojana likvidnost me|u korporativnite pretprijatija. Toa ovozmo`uva kontinuitet na proizvodstvoto, go zabrzuva razvojt na procesot na reprodukcija i gi usoglasuva pazarnite odnosi pome|u ponudata i pobaruva~kata. Zna~eweto na kreditot e u{te pogolemo so samiot fakt {to procesot na proizvodstvo ne mo`e da se zasnova samo na sopstvenite izvori na finansirawe, tuku permanentno treba da se pomaga i od nadvore{ni izvori na sredstva, a tuka vo prv red se misli na kreditot, kako dopolnitelen izvor na sredstva. Vlijanieto na kreditot vrz likvidnosta na korporaciite posebno e izrazeno vo uslovi na sezonski karakter na proizvodstvoto i prodabata. Pokraj toa, kreditot ima uloga na regulator na ponudata i pobaruva~kata na pari~ni sredstva na pazarot na pari i kako takov vlijae i vrz stabilizacija na cenite.⁷⁵

Za prednostite i nedostatocite na kreditniot odnos mo`e da se zboruva od aspekt na kratkoro~noto i dolgoro~noto kreditirawe. Vo uslovi na nedovolnost na finansiski sredstva za kontinuitet vo reprodukcijata, so kratkoro~nite krediti, naj~esto, se povrzuvaat vremenskite intervali od momentot na prodaba na proizvodite do momentot na nivnata naplata. Zna~i, so ovie krediti, vsu{nost, se supstituiraat sopstvenite pari~ni sredstva i se sozdavaat mo`nosti za nepre~eno odvivawe na tekovite na reprodukcijata. Vo uslovi

⁷⁵ Vidi Prof.d-r Kostadin Pu{ara "Menaxment u poslovnim finansijama",

Nau~na kwiga, Beograd, 1996, str. 174 - 184

koga pretprijatieto ima vi{ok pari~ni sredstva, toa tie sredstva gi plasira po pat na krediti vo nekoj drugi korporativni pretprijatija i, na toj na~in, go zgolemuva svojot prihod po pat na naplateni kamati. Ako pozajmuvaweto na sredstva od tu|i izvori postojano se zgolemuva, toga{ pretprijatieto doa|a vo sostojba na se pogolema zavisnost, a kratkoro~no kreditirawe kako instrument za odr`uvawe na likvidnosta gi poka`uva svoje negativnosti.

So dolgoro~nite krediti se nadomestuvaat nedostatocite od sopstveni sredstva za finansirawe na investiciite vo osnovni i obrtni sredstva. So ovie krediti se nadminuva nedostatokot od sopstvena akumulacija i amortizacija, a so toa se spre~uva zabavuvaweto na razvojot na pretprijatijata. Na druga strana, nedostatocite na kreditiraweto se gledaat prvenstveno vo toa {to so pribavuvaweto pari~ni sredstva od tu|i izvori po osnova na presmetanite i platenite kamati se zgolemuvaat direktnite tro{oci na raboteweto na korporaciite {to gi koristat tie sredstva. Isto taka, kreditiraweto od tu|i izvori ja namaluva kreditnata sposobnost na korisnicite na sredstvata i gi stava vo podredena polo`ba vo odnos na davatelite na krediti (kreditorite). Istovremeno, so porastot na tu|ite izvori na sredstva i kaj kratkoro~no i kaj dolgoro~no kreditirawe, se zgolemuva rizikot od nelikvidnost kaj korporacijata korisnik na krediti.

I pokraj ovie prednosti i nedostatoci finansiraweto na tekovite na reprodukcijata vrz kreditna osnova e objektivna potreba, bez razlika na vidot na kreditiraweto. Me|utoa, i pokraj toa {to finansiraweto po pat na krediti ima i prednosti i nedostatoci, treba da se ka`e deka so pravilna primena na politikata na kreditirawe mo`at da se zgolemat prednostite i vo zna~itelna mera da se namalat nedostatocite.

6. Teoretski osvrt na razvojnata strategija i razvojnite celi

na korporacijate i možnosti za njihovo financiranje

Razvojnata strategija na akcionerskote družtva - korporacijate, v tržnari ekonomiji so postojani i dinami~ni spremeni, treba da bide postavena v smer na zagotavljanje na egzistencijata, pokrivanje na stroške, razvoj i ostvarivanje na dobička.

Za da go ostvari toa, korporacijata mora da bide v tek s novonastanotimi pogoji, sestoji i možnosti, da ji sledi brzite spremeni i seveda da ima v predvid deka spremeni se apsoluten predpogoji za dolgoro~en opstanek i razvoj. So pravilno postavljena razvojna strategija, nujno e ostvaritveno na ovie celi.

V zavisnost od pogojev koi postojat i v koi dejstvujat korporacijate, tie treba da napravat pravilna ocena na alternativne strategije na razvojot, odnosno da se opredeljat za:

- ekspanzija t.e. rast (strategija na napredovanje),
- stabilizacija (strategija na stabilen rast),
- i
- namalovanje (strategija na nazadovanje ili povlekovanje).

Pri izborot na razvojnata strategija, treba da se ima edna rama za identifikovanje na strate{kite opcije, so to e se zagotovi siguran napredok i razvoj. To~no investicijska politika e usmerena kon realizacija na celote na razvojot preko donosov na soodvetni investicioni odloki koi se donesujat na dolg rok i posebno se zna~ajni za finansijskiot menedjment. Ovie odloki opfa}aat:

- kolku sredstva da se zagotovi od zunanji izvori;
- dali konkretnata investicija e ovozmo~i reinvestiranje na dobička ili isplata na dividenda;
- dali sredstva treba da se zagotovi na nacionalen stranski ili evropski trg doma{na ili stranska valuta;
- koi vidovi hartij od vrednost se emitujat i tn.

Vsuno, investicionite odluki, odnosno odlukite za kapitalni vlo`uvawa spa}aat vo domenot na najva`ni odluki za menaxmentot na korporacijata. Nivnata va`nost proizleguva od faktot {to stanuva zbor za golem iznos na anga`irani sredstva i dolg rok na vrzuvawe na sredstvata. Ivesticionite vlo`uvawa opfa}aat dolg proces na kreirawe, analiza i procenka na investicionite proekti, strukturirawe na presmetkite za kapitalni vlo`uvawa, kako i kontrola na sproveduvaweto na usvoenite investicioni proekti. [to zna`i, stanuva zbor za vlo`uvawe vo dolgoro`en realen (materijalen) i nematerijalen imot. Vakvite vlo`uvawa vku`uvaat relativno visoki izdatoci vo sega{nosta, za koi se o`ekuwa da generiraat gotovinski tekovi vo idnina, odnosno period podolg od edna godina.

Planiranite investicioni proekti vo ramkite na razvojnata strategija, mo`at da se odnesuvaat na zamenaa, pro`iruvawe, zadovoluvawe na zakonskite normi i sli`no.

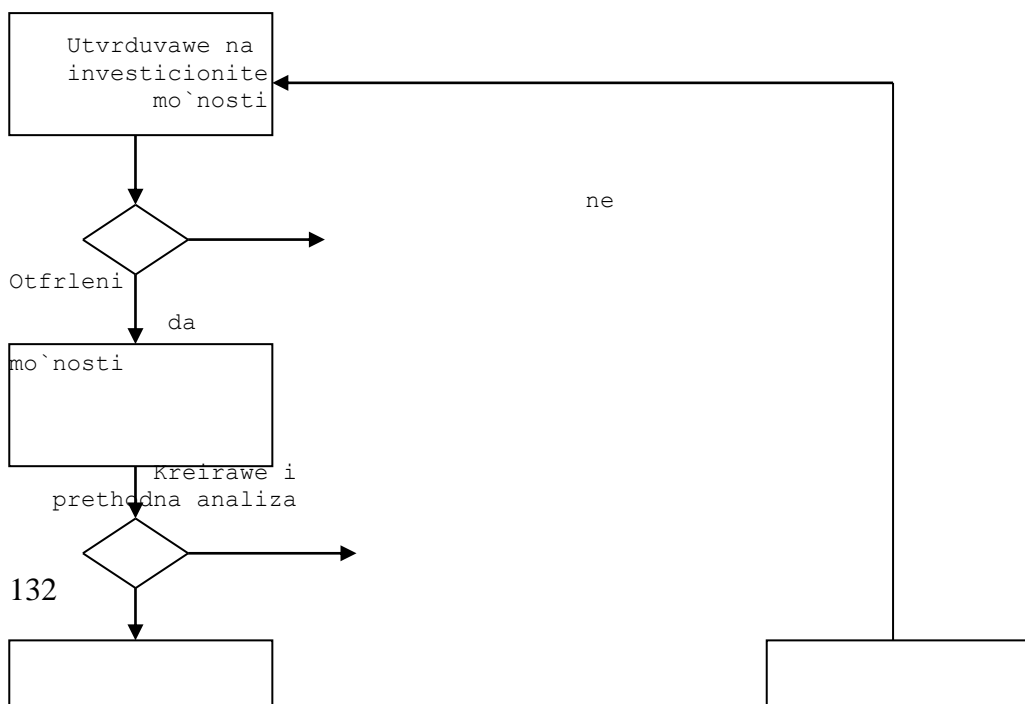
Za da mo`e korporacijata da opstane vo pazarniot natprevar, treba kontinuirano da pronao}a proekti `ija realizacija }e obezbedi vi{ok na o`ekuvanata stapka na vra}awe nad kapitalnite tro{oci. Ako ovaa stapka se izedna`uva so tro{ocite na kapitalot, toga{ na akcionerite pove}e im odgovara da isplatat dividenda, otkolku da se javat kako investitori na finansiskiot pazar. Toa zna`i da se prifa}aat proekti so pozitivna neto sega{na vrednost (vi{ok na gotovinski primawa nad gotovinski izdatoci). Realnosta, me}utoa, uka`uva deka ne se prifa}aat site investicioni predlozi so pozitivna neto sega{na vrednost, tuku se vodi politika na racionalizacija na kapitalot, pred sî poradi ograni`enosta na korporaciskite resursi kako {to se dolgoro`ni finansiski sredstva, nedovolna stru`nost na menaxmentot, nedostatok na vreme na menaxerite itn.

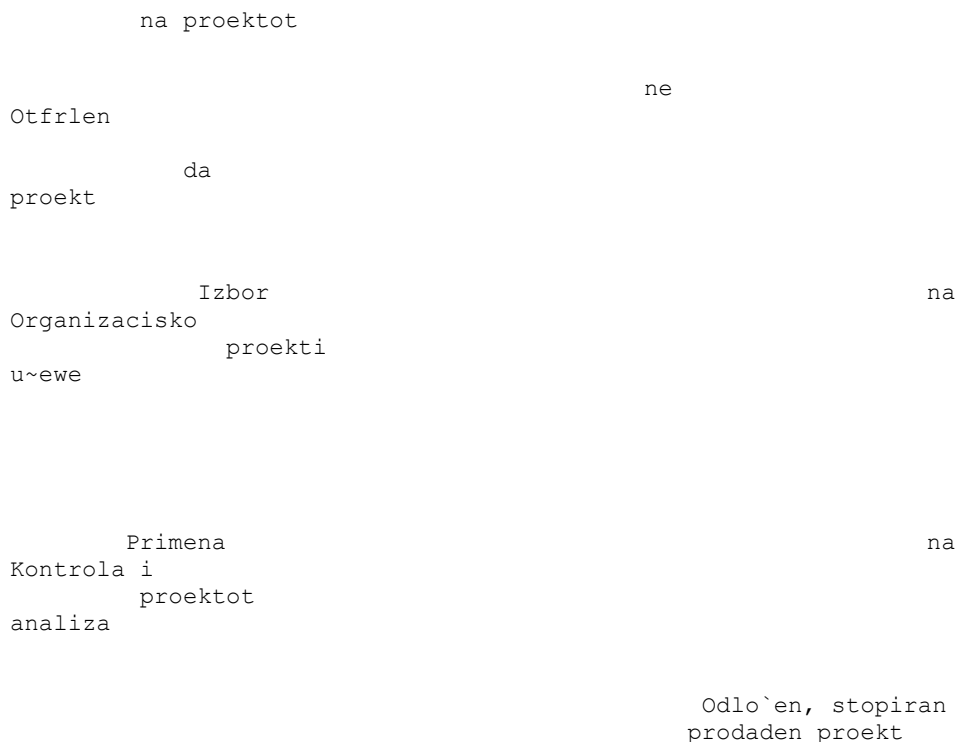
Za da ja ostvari planiranata razvojna strategija, korporacijata mora da bide vo sostojba da gi zabele`uva novite mo`nosti, brzo da gi realizira i da gi koristi svoje resursi na na`in {to }e ñ ovozmo`i zadr`uvawe na konkurentskite prednosti.

Pritoa, menaxmentot treba da si gi postavi slednive pra{awa:

- dali postojat barieri za vlez na nov pazar i dali tie mo`at da se nadminat,
- dali e mo`nosta originalna,
- dali konkurentite ja zabele`ile novata mo`nost,
- dali postoi verojatnost za zgolemuwawe na konkurencijata itn.

Postavuvaweto na vakvi pra{awa }e ovozmo`i pravilna ocenka na tro{ocite za vlez na pazarot, kako i sogleduwawe na realnite {ansi za realizacija na korporaciskata strategija. Vo dene{nite uslovi na stopanisuwawe, na kapitalnite odnosno investicionite vlo`uwawa se posvetuva golemo vnimanie kako vo teorijata, taka i vo praktikata, pred si poradi nivnata va`nost za pro{iruwawe na novi pazari, zgolemuwawe na u`estvo na postoe`kite pazari, zgolemuwawe na zarabotkata i cenata na akciite, kako i poradi mo`nosta za bankrot predizvikan od neprilagoden obem na kapitalni vlo`uwawa. Imaj}i go seto ova vo predvid, sekoja korporacija, poa|aj}i od konkretnite uslovi, treba da gi odredi klu`nite fazi na procesot na planirawe na investicionite vlo`uwawa i mo`nostite za negovo unapreduwawe i efikasnost. Tie fazi mo`at grafi`ki da se pretstavat na sledniov na~in:





Grafi~ki prikaz 2:Fazi na procesot na planirawe na investicionite vlo`uvawa ⁷⁶

Dokolku na ovoj na~in se ostvaruva procesot na investiciona alternativa neminovno }e vodi kon uspeh.

Od prethodno iznesenoto se doa|a do soznanie deka investiciite se edna od najzna~ajnite ekonomski kategorii vo ekonomskata nauka. Preku investiciite mo`e da se razbere procesot na ekonomski razvoj na nacionalnata ekonomija i na delovnite sistemi, bidej|i so niv se zgolemuva fondot na kapitalnite fondovi, raste proizvodniot potencijal, kako uslov za pogolema vrabotenost i poviok dohod. Vsuno{nost, investiciite se podvi`nikot na rastot.

⁷⁶Vidi: D-r Liljana Vidu~i}: "Finansiski menaxment", Ekonomski fakultet - Zagreb, 2003god. , str. 256.

Pretpriema~ite i menaxerite, svoeto znaewe i svojata kreacija, gi naso~uvaat vo barawe najefikasni mo`nosti za investirawe - proekti koi }e donesat najgolem prinos na kapitalot. Akcionerite, kako sopstvenici na kapital, postavuvaat barawa pred menaxerite na korporaciite za goleminata na prinosot na nivniot kapital. Tie gi sledat rezultatite na korporaciite i imaat alternativen izbor - da reinvestiraat vo korporacijata ili da investiraat vo drugi korporacii; da gi prodadat akciite {to gi poseduvaat i so slobodnite pari da zadovolat nekoja tekovna potreba ili i natamu da gi poseduvaat akciite na svoeto portfolio. Menaxerite, motivirani od svojata menaxerska zarabotka, za deloven presti` vo opkru`uvaweto, no i pritishnati od odgovornosta sprema akcionerite na dru{tvoto, nastojuvaat da pronajdat najefikasni mo`nosti za investirawe. Finansiskite stru~waci vo bankite, vo institucionalnite fondovi, vo razni investicioni fondovi i vo drugi finansiski institucii, isto taka, koga se raboti za plasmani na kapital vo vid na odobreni krediti, plasirawe na kapital na berzite i drugi dolgoro~ni plasirawa na sredstva, se sretnuvaat so problemot na efikasnosta na plasmanite. Gra|anite i doma}instvata, ~esto, se nao|aat vo uloga na individualni investitori, pa i tie, isto taka, razmisluvaat svoite pari~ni za{tedi najefikasno da gi iskoristat. Site tie subjekti - pretpriema~i, menaxeri, individualni i institucionalni investitori - planiraat potfati za investirawe, realiziraat investicioni proekti.

Imaj}i gi vo predvid ovie fakti, mo`e da se zaklu~i deka dene{nite uslovi nalagaat neminovno poznavawe na investicioniot proces, na site negovi fazi, zna~eweto i krajnite efekti, so cel takvoto poznavawe da gi obezbedi o~ekuvanite rezultati.

[to se odnesuva do finansiraweto na investitorite treba da se naglasi deka toa se vr{i na tri na~ini: ⁷⁷

Prviot na~in e so **reinvestirawe** na internite izvori na korporacijata koi ja pretstavuvaat

⁷⁷ Prof. d-r Branko Trajkoski: "Delovni finansii so finansiski menaxment", Ekonomski fakultet - Prilep, 2002god., str. 468

amortizacijata i ostvarenata dobivka na korporativното pretprijatie, t.e. zadr`ana zarabotuva~ka po isplatata na dividendata na akcionerite (neraspredelena dobivka - **retained earning**).

Vtoriot na~in na finansirawe na investicioniot proekt pretstavuva **zadol`uvaweto**, t.e. vkladuvaweto dolg (debt) kako klasi~en investicionen kredit ili preku izdavawe obvrznici (bond).

Tretiot na~in pretstavuva **izdavawe novi akcii** za dopolnitelno pribirawe kapital i toa kako obi~ni (common stock) i preferencijalni (preferd stock). Naj~esto vo finansiraweto na investicionite proekti se javuva kombinacija na izvorite na investiciite.

Oportunitetnite tro{oci se mnogu bitna ekonomska kategorija vo ekonomsko - finansiskata analiza i vo delovното odlu~uvawe. Imeno, pri raspolo`liviot sopstven kapital sekoga{ se nao|ame pred izbor - da iskoristime samo nekoja od mo`nostite. No, so izborot na edna mo`nost nekoja druga mo`nost ostanuva propu{tena (nerealizirana). Tokmu taa druga propu{tena mo`nost za koristewe na nekoe drugo dobro ili usluga, a koe ne sme go iskoristile, pretstavuva oportuniteten tro{ok ili poto~no ka`ano oportunitetniot tro{ok ja pretstavuva vrednosta na dobroto ili na uslugata {to ne sme ja iskoristile, a sme mo`ele.

Vo domenot na investiraweto, najniskata stapka na prinosot (vra}aweto) e determinirana od nerealiziranata (propu{tenata) dobivka {to inaku korporacijata bi ja imala dokolku internite izvori ne gi anga`ira vo planiraniot proekt tuku nadvor od nego vo nekoja druga investiciona alternativa so isto nivo na rizik. Tokmu taa stapka na o~ekuvanite prinosi od propu{tenata (nerealiziranata) mo`nost pretstavuva cena na anga`iraniot sopstven kapital.

Menaxmentot prezema zada~a so planiraniot investicionen proekt da ostvari prinos koj ne bi bil pomal od izgubeniot prinos na propu{tenata investiciona alternativa nadvor od korporacijata. Naj~esto, toa e kamatnata stapka na investicioniot kredit. Poa|ajji od vakvite postavki sekoj investicionen proekt finansiran od sopstveni izvori {to vetuva stapka na prinos makar i za malku pogolema od nula, bi se smetal za prifatliv {to, sekako, e

besmisleno vo pogled na barawata za maksimizirawe na rentabilnosta, odnosno zgolemuwawe na individualnoto ili op{testvenoto bogatstvo.

Odobde sosema jasno proizleguwa deka za pravilna ocenka na rentabilnosta na dolgoro~nite vlo`uwawa, sopstvenite izvori na finansirawe mora da imaat svoja cena, {to vsu{nost pretstavuva kalkulativna cena, a nejzina edinstvena cel e {to popravilno da se oceni efektot od dolgoro~nite vlo`uwawa i so toa da se oceni stepenot na prifatlivost vo investicioniot proekt.

Cenata na dolgot se opredeluva ednostavno, bidej{i e determinirana od visinata na kamatat po koja doveritelite - finansierite gi pozajmuvaat sredstvata na korporacijata. Spored toa, korporacijata koja investicioniot proekt go finansira so dolg - pozajmen kapital treba da obezbedi prinos na vlo`eniot kapital, koj ne bi smeel da bide ponizok od kamatnata stapka na kreditot, odnosno na dolgoro~nata obvrznica {to korporacijata ja prodava za da anga`ira nadvoren kapital.

Pri opredeluwawe na cenata na dolg ot treba da se zemat vo predvid dva bitni kalkulativni elementi:

- prviot e kamatnata stapka - {to pretstavuva tro{ok na proektot;

- вториot e dobivkata koja pretstavuva razlika me|u prihodite i tro{ocite.

Imaj{i gi vo predvid dvata elementi - kamatnata stapka i efektot vrz namaluwawe na dano~nata osnovica, tro{okot na dolg ot (kreditot, izdavaweto na obvrznici) mo`e da se pretstavi so slednava formula: ⁷⁸

$$C_d = K_s \cdot (1 - t)$$

kade:

C_d - cena na dolg ot;

K_s - kamatna stapka;

t - dano~nata stapka na dobivkata

⁷⁸ Vidi:d-r Nenad Vuwak: "Finansiski menaxment" (Poslovne finansije 3),

Ekonomski fakultet - Subotica, 2001 god., str. 70 - 75.

Imaj}i go predvid faktot deka investicioniot proekt se finansira od sopstveni i pozajmeni izvori na finansirawe i deka cenata na pozajmenite izvori na finansirawe se razlikuva od cenata na sopstvenite izvori, kako nu`nost se nametnuva i utvrduvaweto na prose~nata cena na izvorite na finansirawe (WACC) ⁷⁹. Ovaa cena se presmetuva spored slednava formula:

$$\text{WACC} = \text{EV} + \text{Ce} + \text{W} + \text{Cd},$$

kade {to:

Ce - cena na sopstvenite izvori

Cd - cena na kreditot (dolgot)

Prose~nata cena na dolgoro~nite izvori na finansirawe vsu{nost, e ponderirana cena na pozajmenite i sopstvenite izvori na finansirawe koja{to se kvantificira vrz osnova na strukturata na izvorite na finansirawe. Imeno, prose~nata cena na dolgoro~nite izvori na finansirawe se dobiva taka {to cenata na pozajmenite izvori se mno`i so procentualното u~estvo na pozajmenite izvori na finansirawe, a cenata na sopstvenite izvori na finansirawe se mno`i so procentualното u~estvo na sopstvenite izvori na finansirawe i vkupnite rezultati od ovie dve mno`ewa se sobiraat.

⁷⁹ WACC - kratenkata e izvedena od izrazot na angliski jazyk:
The Weighted
Average Cost of Capital

7. Investiciona politika vo ramkite na nacionalnata ekonomija

Investicionata politika vo skoro sekoja nacionalna ekonomija se sproveduva preku dejstvuvawe vrz obemot na investiciite, vrz sektorskata struktura na investiciite, vrz regionalnata struktura, preku politikata na prestrukturirawe i sanacija na akcionerskite dru{tva, preku politikata na formirawe na novi akcionerski dru{tva i dr. Pokraj toa, dr'avata, vo oblastite od javniot interes za razvojt na stopanstvoto i za `ivotot na naselenieto, se javuva i kako investor, bilo koga neposredni investitori se javnite pretprijatija ili pak, neposredno se finansiraat javnite proekti od buxetot.

Taka izgleda op{tata ramka vo koja se odviva procesot na investirawe vo sovremeniot pazaren stopanski sistem i vo koja }e se gradi i sproveduva strategijata na kapitalot i investiciite vo nacionalnata ekonomija.

Dokolku vo nacionalnata ekonomija kapitalnite fondovi imaat nisko nivo na razvienost, fiksните fondovi po `itel i po vraboten mo`at da bidat na nisko nivo i toa bi pretstavuvalo biten limitira~ki faktor na idniot ekonomski razvoj.

Isto taka, vo takvi uslovi na investirawe treba da se o~ekuvaat te{kotii vo nadminuvawe i odstranuvawe na zastarenosta na aktivniot fiksen kapital, vo tehni~ko - tehnolo{ka smisla.

Zna~ajna karakteristika mo`e da bide i visoka depresivnost na fiksniot kapital. Vo takvi uslovi, fiksniot kapital {to bil sozdavan glavno po pat na ostvaruvawe na zabrzana dinamika na investirawe, mo`e da bide zna~ajna pre~ka za ostvaruvawe na profitabilno investirawe i stopanisuvawe.

Vo nacionalnata ekonomija vo koja {to ne se po~ituvaat premisite na stokovnoto proizvodstvo, nu`no treba da se o~ekuva i postoeewe na neadekvatna struktura na fiksniot kapital.

Vo uslovi na finansirawe i investirawe koga ne se po~ituvaat osnovnite determinanti i celi na investicionata politika bi trebalo da se o~ekuva:

- neadekvatnost na zastapenosta na elementite vo tehni~kata struktura (visoko u~estvo na pasivniot

del na fiksniot kapital i malo u~estvo na investiciite vo istra`uvawa i razvoj).

- neadekvatnost me|u sektorskata distribucija na fiksniot kapital (visoko u~estvo na kapital - intenzivni dejnosti).

- niska prilagodljivost na fiksnite sredstva na sovremenite procesi na restrukturirawe {to se odviva vo stopanstvata vo razvienite zemji.

Osnovna pri~ina na niskoto nivo na investirawe, vo nacionalnata ekonomija mo`e da bide niskoto nivo na akumulacija ({tedewe) kaj trgovskite subjekti, kaj naselenieto, bankite i javniot sektor. Kon osnovnata pri~ina se pridru`uva i visokiot rizik za investirawe vo ekonomija vo tranzicija so nedoizgraden stopanski sistem i so drugi rizici. Toa gi odvr}a stranskite biznismeni i stranskite finansiski institucii da investiraat vo stopanstvoto.

Vo taa nasoka bi trebalo vo nacionalnata ekonomija da se napravat slednive ~ekori:

- prvo**, podignuvawe na nivoto na vkupното tekovno {tedewe vo zemjata;

- vtoro**, aktivirawe na tezauriranata pari~na akumulacija kaj naselenieto;

- treto**, finansirawe na investiciite po pat na koristewe na sovremeni instrumenti na pazarot na kapital;

- ~etvrto**, zabrzano vleguvawe na stranski kapital, prete`no po pat na direktni investicii i zaedni~ki vlo`uvawa.

*
* *

Istra`uvaweto i analiziraweto na problematikata na pazarot na kapital upatuva na slednive soznanija:

- Pazarot na kapital ima mo`ne zna~ajni ekonomski funkcii, poradi {to, negoviot najzna~aen segment (berzata) ~estopati se ozna~uva kako “srcevina na sovremenite pazarni stopanstva”.

- Osnovni funkcii na pazarot na kapital se slednive:

1. Pazarot na kapital ovozmo`uva mobilizacija (pribirawe) i alokacija (razmestuvawe) na slobodniot pari`en kapital {to natamu slu`i za dolgoro~no finansirawe na raboteweto na korporativното pretprijatie.

2. Preku utvrduvawe na cenite na akciite i obvrznicite (na berzite), spored toa i cenata na kapitalot, se vr{i i tekovno vrednuvawe na samoto pretprijatie {to gi emitiralo hartiite od vrednost. Ako se trgne od pretpostavkata deka cenata na akciite i obvrznicite na korporaciite {to imaat visoko renome i dolgoro~no bele`at solidni i stabilni performansi na raboteweto (imaat raste~ki vkupni proda`bi, raste~ki profiti i dividendi, dobra menaxerska ekipa i sl.) vo osnova se visoki i relativno stabilni, toga{ toa zna~i deka tie se samo odraz na realnite i temelnite vrednosti na korporaciite. Zatoa, preku cenite na akciite i obvrznicite posredno se vrednuva i samoto korporativno pretprijatie, koe{to pak vo zemjite so razvieno pazarno stopanstvo redovno e predmet na kupuvawe i prodavawe, isto kako i drugite stoki.

- Odlukite za kapitalni vlo`uvawa, odnosno investicionite odluki spa|aat vo domenot na najva`ni odluki za menaxmentot na korporacijata. Nivnata va`nost proizleguva od visinata na anga`iranite sredstva i dol`inata na rokot na vrzuvawe na sredstvata.

- Korporativniot menaxment mora da vodi politika na racionalizacija na kapitalot, odnosno negovo investirawe vo proekti ~ija realizacija }e obezbedi vi{ok na o~ekuvanata stapka na vra}awe nad kapitalnite tro{oci. Za ova da se postigne, neminovno e poznavaweto na investicioniot proces vo site negovi fazi, zna~eweto i krajnite efekti so cel takvoto poznavawe da gi obezbedi o~ekuvanite rezultati.

- Rizikot i neizvesnosta se immanentni za site ekonomski, a osobeno investicioni odluki, poradi toa, za pravilno vrednuvawe na investicionite proekti neophodno e da se sprovede i posebna analiza na rizikot, {to mnogu ~esto od temel ja menuva i samata odluka.

• Analizata na rizikot pomaga pri minimiziraweto na rizici vo modelot na investicionoto proektirawe i izrazuva kvantitativno obrazlo`eni potrebni eksplicitni pokazатели kako sostavni delovi na informacisko dokumentaciskata osnova potrebna za kone~no donesuvawe na investicionata odluka.

PETTA GLAVA

FINANSISKATA ANALIZA KAKO METODOLO[KI INSTRUMENT ZA OCENKA NA FINANSISKATA STABILNOST I USPE[NOSTA NA KORPORACIITE

1. Potrebi i celi na finansiskata analiza

Od teoretski i prakti~en aspekt gledano finansiskata analiza se zanimava so istra`uvawe i kvantificirawe na funkcionalnite odnosi koi postojat pome|u bilansnite pozicii, sostojbata i uspehot, so cel da se ovozmo`i vrednosna ocenka na finansiskata polo`ba, aktivnostite i uspe{nosta na korporativното pretprijatie. Ovaa analiza, vo osnova, pretstavuva racio analiza.⁸⁰

Uslovenosta pome|u bilansnite pozicii koi se izrazuvaat so racio broevi, ili na drug na~in, treba postojano da se proveruva so pomo{ na odnapred

⁸⁰ Odnosot na edna bilansna pozicija so druga, izrazen vo prosta

matemati~ka formula se narekuva racio. (d-r Dragan Krasuqa:

“Poslovne finansije”, Ekonomski fakultet - Beograd, 1994 g, str. 53 - 54.

postaveni normi ili standardi, za da mo`e da se odredi dali i vo kolkava merka se odr`uvaat povolnite sostojbi i tendencii. Koga se raboti za analiti~ka interpretacija na racio broevite na konkretnata korporacija, analiti~arite obi~no imaat na raspolagawe eden ili pove}e standardi koi mo`at da se koristat alternativno ili komplementarno. Se misli na slednive standardi:

- Mentalni standardi na samiot analiti~ar, koi vsu{nost se odraz na negovoto soznanie za toa {to mo`e da se smeta za zadovoluva~ko i normalno, do koe{to se doa|a preku li~nato iskustvo;

- Racio broevi i procenti koi se zasnovaat na finansiskata i delovната polo`ba na korporacijata vo minatoto;

- Racio broevi i procenti na najuspe{nite i najprogresivnite korporacii vo konkretnata granka;

- Racio broevi i procenti utvrdeni vrz osnova na informacii od tekovniot operativno - finansiski plan na korporacijata;

- Racio broevi i procenti na stopanskata granka vo koja pripa|a korporacijata.

Sekoj od spomenatite standardi ima svoja analiti~ka vrednost i pretstavuva neophoden kriterium za relevantna ocenka na uspe{nosta na finansiskite i delovnite aktivnosti na korporaciite.

Finansiskata analiza e nerazdeliv segment na ekonomskata analiza, odnosno eden potsistem vo vkupniot sistem na ekonomskata analiza. Vsu{nost, taa pretstavuva permanenten proces na sistematski ispituvawa, ocenuvawa na rezultatite i vnatre{nite rezervi vo domenot na finansiraweto na reprodukcijata i toa po pat na sporeduvawe, ras~lenuvawe i voop{tuvawe, so cel informirawe za mo`nostite za unapreduvawe na finansiskata funkcija.

Poa|aj|i od vakvoto definirawe na finansiskata analiza, mo`e da se zaklu~i deka nejzini osnovni karakteristiki se slednive: ⁸¹

prvo, finansiskata analiza (kako i analizata na raboteweto voop{to) treba da se sfati i postavi

⁸¹ Bernston A. Leopold, Wild J. John: „Financial analysis (Theory, aplikation and interpretation)”, City University of New York at Baruch, 1997 god., str. 45 - 47.

kako dinami~en proces {to postojano te~e i dava informacii za finansiskite problemi koi{to nastanuvaat vo tekot na raboteweto. Dinami~nosta na finansiskata analiza e potrebna bidej}i, vo sovremeni uslovi na rabotewe, unapreduvaweto so finansiskata funkcija ne mo`e da se obezbedi samo so povremena analiza (po zavr{ni smetki i po periodi~ni presmetki), tuku naprotiv finansiskata analiza treba da bide permanentna, odnosno na kratok rok (mesec, 15 dena, 10 dena, pa i dnevno);

vtoro, po svojata soodr`ina i domen na dejstvuvawe finansiskata analiza, vsu{nost, pretstavuva ispituvawe i ocenuvawe na vnatre{nite rezervi vo domenot na finansiite. Spored ova, nejzinata glavna poenta treba da bide svrtena kon ispituvaweto i otkrivaweto na vnatre{nite rezervi na korporacijata;

treto, taa se vr{i so cel da se izgotvat informacii za unapreduvawe na finansiskata funkcija ili, poto~no, za reoptimalizacija na finansiskite planovi. Od ovaa karakteristika mo`e da se zaklu~i deka krajna cel na site ispituvawa i ocenuvawa na vnatre{nite rezervi e da se dadat jasni i celosni informacii za unapreduvaweto na finansiite, odnosno na finansiskata funkcija vo korporaciite. Ovie informacii treba da bidat nameneti za menaxmentot i rabotniot kolektiv, a treba da bidat izgotveni vrz principot "sekomu svoeto", a ne vrz principot "se na site" koj{to vo praktikata se poka`a kako neprakti~en i neprifatliv.

~etvrto, finansiskata analiza ne mo`e da se sfati samo kako rabota i privilegija na stru~nite lica, tuku kako rabota i zada~a na site rabotni luje. Vakvoto sfa}awe sosema e vo soglasnost so razvojt na procesite na demokrati~nosta. Spored ovie karakteristiki mo`e da se izvle~e zaklu~ok deka sovremenite sfa}awa za finansiskata analiza nu`no vodat kon nedvosmisleno identifikuvawe i raspoznavawe na dve fazi vo edinstveni proces na analizirawe. Tie fazi se: **prvo**, ispituvaweto treba da bide temelno, detalno i seopfatno; i **vtoro**, informiraweto treba da bide selektivno, koncizno i funkcionalno.

Vo sega{nive uslovi na pazarno stopanisuvawe, vo sistemot na profit i akcionerstvo,

pred finansiskata analiza se postavuvaat slednive osnovni celi:

- da se pomogne na menaxerskiot tim i celokupniot raboten kolektiv vo ostvaruvaweto na postavenite finansiski planovi;

- da se pottikne celokupniot raboten kolektiv za permanentno unapreduvawe na planiranite zada~i i otkrivawe novi optimalni mo`nosti, odnosno vnatre{ni rezervi vo domenot na delovnite zada~i. Imeno, rabotniot kolektiv treba postojano da gi otkriva i aktivira vnatre{nite rezervi so cel {to poracionalno i poefikasno da se izvr{i finansiraweto na procesot na reprodukcijata;

- kriti~ki da se razgleda vkupnata finansiska sostojba na korporacijata i da se potenciraat oddelni elementi {to se bitni za koncipiraweto na razvojt na op{tata, a posebno na finansiskata politika;

- da se pribli`i problematikata na finansiraweto do celokupniot raboten kolektiv, so cel istiot da se aktivira i neposredno da u~estvuva vo razre{uvaweto na finansiskite problemi i, na toj na~in, da se prodlabo~i procesot na demokrati~nosta so finansiite;

- vrz osnova na prethodnite celi da se podgotvat soodvetni informacii i istite da se dostavat do nadle`nite organi, pred se, do finansiskiot menaxment, so cel unapreduvawe finansiskata funkcija.

Vo smisla na site ovie celi, finansiskata analiza, vo uslovi na pazarno stopanisuvawe, se javuva kako edna od mnogu va`nite funkcii na upravuvaweto, rakovodeweto i kontrolata na finansiite. Toa zna~i deka sistematskoto vlijanie na dinamikata na optimalizacijata na upravuvaweto so finansiite e glavna i op{ta cel na finansiskata analiza.

Imaj}i gi predvid prethodno navedenite celi, za da mo`e to~no da se utvrdi predmetot, odnosno sodr`inata na finansiskata analiza, treba da se napomene sledново:

prvo, finansiskata analiza slu`i za finansiskiot menaxment;

vtoro, za donesuvawe soodvetni zaklu~oci taa mora da poaja od postavkite i rezultatite na finansiskata politika na korporacijata;

treto, mora da gi obezbeduva menaxerite i so soodvetni informacii potrebni za odlu~uvawe i razre{uvawe na problemite na finansiskata funkcija.

Pokraj ova, za to~no definirawe na predmetot na finansiskata analiza treba da se imaat predvid i slednive dijalekti~no sistematski postavki;

- finansiskata politika i finansiskata analiza se kompleksni, dinami~ni i nerazdelni golemi {to pretstavuvaat edna slo`ena celina;

- potrebno e poprecizno da se zapoznaat delovite na taa ekonomska celina i da se izgradat me|usebno zavisni odnosi me|u site delovi na slo`enata celina;

- sostavnite delovi na slo`enata celina moraat da se izdiferenciraat i po svojot kvalitet, so cel da se osvetlat glavnite i ostanatite delovi na celinata;

- na finansiskata politika i finansiskata analiza treba da se gleda kako na edni od mnogubrojnite u~esnici vo funkcioniraweto i razvojt na delovnite procesi, odnosno deka finansiite se samo eden od dvigatelite na reprodukcijata so jasno opredelena cel;

- finansiskata analiza treba da se tretira kako edna od va`nite dinami~ni komponenti na finansiski ot menaxment;

- vo dinami~nosta na procesite na reprodukcijata ulogata na finansiskata politika i finansiskata analiza e vo postojanoto reproducirawe na finansiskata ramnote`a, kako od aspekt na funkcioniraweto, taka i od aspekt na razvojt na delovni ot sistem;

- ~ustvitelnosta i slo`enosta na finansiskata politika i finansiskata analiza poteknuva od celokupni ot proces na reprodukcijata vo site negovi fazi, po~nuvaj}i od podgotovkata i nabavkite do prodanata faza i natamu, vkluchuj}i gi tuka i site delovni funkcii. Tokmu od vakvata seopfatenost proizleguva i me|uzavisnosta na finansiskata analiza so site delovni funkcii vo reprodukcioniot proces.

Vr{ osnova na ovie postavki mo`e da se konstatira deka predmetot, odnosno sodr`inata na finansiskata analiza e raznovidna. Taka spored prof. Todor Stojanovi} sodr`inata na finansiskata analiza e vo: ⁸²

- analiza na izvorite na sredstvata;
- analiza na koristeweto na finansiskite sredstva;
- analiza na vra}aweto na tu}ite sredstva;
- analiza na finansiskata sigurnost;
- analiza na likvidnosta.

Drugi avtori go zastapuvaat misleweto deka predmetot na finansiskata analiza se sostoi vo sledново: ⁸³

prvo, analiza na likvidnosta vo po{iroya i potesna smisla so cel da se vospostavi dinami~na ramnote`a na relacijata priliv (naplata) i odliv (isplata) na pari~ni sredstva;

vtoro, analiza na odnosite me|u ekonomskite kategorii od koi{to zavisi likvidnosta, kako {to se: finansiskiot rezultat, prihodite i rashodite, so cel da se vospostavi dinami~na ramnote`a me|u ovie tri kategorii (prihodi, rashodi, finansiski rezultat);

treto, analiza na odnosite me|u delovnite zada~i i sredstvata, odnosno me|u sredstvata i izvorite so cel da se vospostavi dinami~na ramnote`a na relacija delovni zada~i - potrebni sredstva - soodvetni izvori;

~etvrto, analiza na odnosite me|u finansiskata politika i drugite politiki vo ramkite na delovната politika na korporacijata.

Vr{ osnova na predmetot i sodr`inata na finansiskata funkcija i nivnata slo`enost sosema slobodno mo`e da se konstatira deka finansiskata analiza gledano od teoretski i aplikativen aspekt se javuva vo slednive vidovi: analiza na pari~nite tekovi, analiza na izvorite na sredstvata, analiza na

⁸² Prof. d-r Todor Stojanovi}: "Analiza na raboteweto na pretpijatijata" ,

Skopje, 1990, str.100

⁸³ Bernsten A. Leopold, Wild J. John: „Financial statement analysis (Theory, Application and interpretation)", City, University of New York. 1997, str. 10 - 15.

koristeweto na tuji sredstva, analiza na finansiskata sigurnost, analiza na likvidnosta, analiza na rentabilnosta i drugi.

2. Analiza na pari~nite tekovi

Podatocite za pari~niot tek gi dopolnuvaat informaciiite na bilansot na uspehot i gi povrzuvaat so posledovatelniot bilans na sostojbata. Analizata na pari~nite tekovi i izve{tajot od taa analiza treba kontinuirano da izvestuva za site pari~ni prilivi i odlivi (klasificirani me|u operativnite, investiciskite i finansiskite aktivnosti) na korporacijata za opredelen vremenski period. Isto taka, so analizata se obezbeduva obelodenuvawe za periodi~nite nepari~ni investiciski i finansiski aktivnosti.

Klasifikacijata na pari~nite tekovi na operativni, finansiski i investiciski aktivnosti e osnovna za analiza na podatocite za pari~nite tekovi. Neto pari~niot tek (promenata na parite i pari~nite sredstva vo tekot na periodot), samiot po sebe, ima mala informaciska soдр`ina.

Pari~niot tek od operativnite aktivnosti (pari~ni sredstva od raboteweto (cashflow from operation CFO)) go merat iznosot na generirani pari~ni sredstva ili upotrebeni od korporacijata kako rezultat na nejzinoto proizvodstvo i prodaba na dobra i uslugi. Iako deficitite ili negativnite pari~ni tekovi od raboteweto se o~ekuvaat vo neкои slu~ai (pr. rapidniot porast), za najgolem del od korporaciite pozitivnite pari~ni tekovi od raboteweto se osnovni za opstanok na podolg rok. Interno generirane fondovi mo`at da bidat upotrebeni za isplawe na dividendi ili reotkup na glavnina, otplata na krediti, zamena na postojnite kapaciteti ili investirawe vo nabavki ili porast.

Pari~niot tek od investiciskite aktivnosti (CFI) go objavuwa iznosot na pari~nite sredstva upotrebeni za nabavka na sredstva, kako {to se postrojki i oprema, kako i investicii i kompletirawe biznisi. Ovie podatoci se neophodni za odr`uvawe na

tekovniot kapacitet za rabotewe na korporacijata i obezbeduvawe kapacitet za iden porast. CFI, isto taka, vku~uva primeni pari~ni sredstva od prodaba ili otu~uvawe na sredstvata ili segmenti na biznisot.

Pari~niot tek od finansiskite aktivnosti (CFF) gi vku~uva pari~nite tekovi od kapitalnata struktura na dolgot i glavninata, vku~uvaj}i prihodi od zgolemuwaweto na glavninata, prinosi kaj akcionerskata glavnina vo forma na dividenda ili reotkup na glavnina, i osiguruvawe i otplata na dolg.

Izve{tajot za pari~nite tekovi i dozvoluwa na korporacijata da izvesti za pari~nite sredstva od raboteweto ili **direktno**, upotrebuwaj}i gi najzna~ajnite kategorii bruto pari~ni uplati i isplati, ili **indirektno** preku obezbeduvawe na usoglasuwawa od presmetkovna osnova na neto - dobivkata vo CFO.

Spored indirektniot metod, CFO se presmetuwa preku koregirawe na neto - dobivkata za site:

- nepari~ni prihodi i rashodi
- neoperativni stavki vku~eni vo neto - dobivkata,
- nepari~ni promeni na operativnite sredstva i obvrski.

Korporaciite {to go upotrebuwaat direktniot metod, isto taka mora da obezbedat vakvo usoglasuwawe. Koga se upotrebuwaat dvata metoda, mora da se obelodenat pari~nite odlivi za danokot od dobivka i kamatata.

Izve{taite za pari~nite tekovi podgotveni so upotreba na indirektniot metod imaat zna~ajna zadnina. Poradi indirektnata forma ne e vozmo`no da se sporedat pari~nite prilivi i odlivi od raboteweto preku funkcija na prihodnite i rashodnite aktivnosti {to gi generiraat niv, kako {to e vozmo`no od izve{taite za pari~nite tekovi podgotveni vo soglasnost so direktniot metod. Vo otsustvo na nabavki, prodabi i zna~ajni stranski aktivnosti, indirektniot metod ednostavno gi procenuwa bilansot na uspeh i bilansot na sostojba, obezbeduvaj}i mal broj novi informacii ili probivaj}i vo sposobnosta na korporacijata da generira pari~ni sredstva. Bidej}i najgolem broj od korporaciite go upotrebuwaat

indirektniot metod za podgotovka na izveštajte za pari~nite tekovi, ~esto e neophodno da se konvertira indirektniot vo direkten izveštaj.

a)Direkten metod

Podgotvuvaweto na izveštajot za pari~nite tekovi od raboteweto so primena na direktniot metod zapo~nuva so analiza na pari~ite naplati (od neto - prodabite, pobaruvawata od kupuva~ite i dobienite avansi). Naredniot ~ekor vku~uva presmetuvawe na nastanatite pari~ni odlivi od raboteweto za generirawe naplati. Prvata komponenta e pari~niot odliv za inputite vo proizvodstvoto ili trgovijata. Namaluvaweto na saldata na zaliha (pari~nite odlivi nastanati vo prethodniot period) se odzema, dodeka namaluvaweto na obvrskite sprema dobavuva~ite se dodava na vrednosta na prodadenite dobra za da se utvrdat pari~nite inputi ili odlivi za procesot na proizvodstvo.

Preostanatite konta od bilansot na uspehot i nivnite soodvetni konta vo bilansot na sostojbata sli~no se modificiraat do nivnata pari~na analogija za da se utvrdi pari~niot odliv za operativnite rashodi, kamatite i danocite. Vo sekoj slu~aj, celta e da se povrzat kontata od bilansot na uspehot vo kontata od bilansot na sostojbata. So toa, se smeta deka kontata vo bilansot na sostojbata sodr~at pari~ni tekovi {to ili bi se priznale kako kategorija vo bilansot na uspehot (presmetki i obvrski) ili bi se priznale vo idnina (odnapred plateno).

Kapitalnite izdatoci od dolgoro~nite sredstva, kako {to se postrojkite i ma~inite, voobi~aeno se primarna komponenta na pari~niot tek od **investiraweto**. Kapitalnite izdatoci mo~at da bidat presmetani neto ili bruto od prihodite od prodaba na ovie sredstva. Pari~nite tekovi od vakvite prodabi se razgleduvaat kako investiciski pari~ni tekovi, bez ogled na toa dali tie se namaleni za kapitalnite izdatoci. Drugite komponenti na pari~nite tekovi od investiciskite aktivnosti vku~uvaat pari~ni tekovi od investiciite vo akcionerskite dru{tva i afilijaciite i dolgoro~ni investicii vo hartii od vrednost. Predizvikanite pari~ni tekovi od prezemawata i prodabite, isto taka, mora da bidat

objaveni vo ovaa kategorija. Vakvata analiza mo`e da bide neophodna za presmetka na CFO (pari~ni tekovi od raboteweto).

Komponentite na pari~niot tek od finansiraweto vclu~uvaat prilivi od dopolnitelno pozajmuvawe i finansirawe na glavninata, i odlivi za otplata na dolgot, isplata na dividendi i zgolemuwawe na glavninata. Finansiraweto na dolgot za periodot pretstavuva zbir na promenite na kontata za kratkoro~niot i dolgoro~niot dolg.

b) Indirekten metod

Objavuvaweto na investiciskite i finansiskite aktivnosti spored ovoj metod e identi~no na direktniot metod. Me|utoa, objavuvaweto na pari~nite tekovi od raboteweto e malku porazli~no. Spored indirektniot metod, po~etna to~ka e neto - dobivkata za periodot. Toga{ se pravat slednite dva vida korekcii na neto dobivkata za da se dojde do CFO:

1.site "nepari~ni" tro{kovni (prihodni) komponenti od bilansot na uspehot se dodavaat (odzemaat);

2.promenite na operativnite konta se dodavaat (odzemaat na sledniot na~in:

- zgolemuwawa (namaluvawa) vo saldoto na kontata na sredstvata za rabotewe se odzemaat (dodavaat);

- zgolemuwawa (namaluvawa) vo saldoto na kamatata na obvrskite od raboteweto se dodavaat (odzemaat).

Vtoriot vid korekcija se odnesuva na isti promeni vo bilansot na sostojba {to se koristat za da se dojde do pari~nite sredstva od raboteweto spored direktniot metod. Bidej|i ovie korekcii se obezbedeni preku usoglasuvawe na izve{tajot za pari~nite tekovi spored indirektniot metod, mo`no e da se upotrebat za da se dojde do izve{tajot za pari~nite tekovi spored direktniot metod.

v) Analiza na informaciiite od pari~nite tekovi

Izve{tajot za pari~nite tekovi nastojuva da pomogne vo predviduvaweto na sposobnosta na korporacijata da gi odr`i (i zgolemi) pari~nite

sredstva od tekovното rabotewe. Pravej}i go toa, izve{tajot obezbeduva poobjektivni informacii za: ⁸⁴

- sposobnosta na korporacijata da generira pari~ni tekovi od raboteweto;

- trendovite na komponentite na pari~niot tek i posledicite od odlukite za investirawe i finansirawe;

- odlukite na menaxmentot vo odnos na kriti~nite oblasti, kako politikata na finansirawe (leverix), politikata na dividendi i investiciite za porast.

Nitu izve{tajot za pari~nite tekovi nitu bilansot na uspehot, sami po sebe, ne soodr`at zna~ajni informacii za odlu~uvaweto. Podatocite od bilansot na uspehot i bilansot na sostojbata mora da bidat kombinirani so pari~nite tekovi za utvrduvawe na sposobnosta na korporacijata da gi realizira sredstvata bazirani na napravenite prihodi i da gi namali obvrskite {to proizleguvaat od presmetanite tro{oci, i na toj na~in, da mu pomogne na analiti~arot vo razvojot na drugo - relevantno merilo za vrednuvawe.

Zna~aen i ~esto koristen koncept vo analizata na pari~niot tek e slobodniot pari~en tek (FCF). Toj nastojuva da gi izmeri raspolo`livite pari~ni sredstva na korporacijata za diskreciska upotreba na potrebnite pari~ni odlivi. Konceptot e {iroko upotrebuvan od analiti~arite kako osnova za mnogu modeli na vrednuvawe. Osnovnite elementi, potrebni za presmetka na FCF, se dostapni od izve{tajot za pari~nite tekovi. Me|utoa, vo praktikata definicijata za FCF mnogu se razlikuva, vo zavisnost od toa kako nekoj gi definira barawata i diskreciskata upotreba.

Osnovnata definicija koristena od mnogu analiti~ari e pari~nite sredstva od raboteweto namaleni za iznosot na potrebnite kapitalni rashodi

⁸⁴ Gerald L. White, Ashwind, C. Soudhi, Dov Fried: „The Analysies and Use of Financial Statements”-„Analiza i koristewe na finansiskite izve{tai”,

Komisija za hartii od vrednost na Republika Makedonija, 2003 god. , str.

za da se odr`i sega{niot proizvodstven kapacitet.⁸⁵ Diskreciskata upotreba vkl`uva porast na kapitalnite rashodi i nabavkite; namaluvawe na dolgot i isplatite na akcionerite (dividendi i povtoren otkup na akcii). Kolku e pogolem FCF, tolku e pozdrav, bidej`i ima pove`e pari`ni sredstva raspolo`livi za porast, isplata na dolg i dividenda.

Odzemaweto na site kapitalni izdatoci od CFO za da se dojde do FCF vodi kon definicija za FCF bliska do onaa upotrebena vo modelite za finansisko vrednuvawe. Vo ovie modeli pari`nite odlivi se definirani kako operativni pari`ni tekovi namaleni za kapitalnite izdatoci za da se zameni tekovniot kapacitet za rabota, kako i neophodnite kapitalni izdatoci za finansirawe na razvojnite mo`nosti na korporacijata. Razvojnite mo`nosti se onie koi korporacijata mo`e da gi napravi nad normalnite prinosi. Te{ko e odnapred da se utvrdi iznosot na baranite kapitalni izdatoci za da se odr`i porastot i diskreciski del na ovie rashodi,poradi {to FCF se meri kako CFO namaleni za kapitalnite izdatoci.

Me|utoa, modelite za procena se razlikuvaat po toa dali FCF e merka preku raspolo`livi FCF na firmata (t.e. site obezbeduva`i na kapital (dolg i glavnina)) ili FCF raspolo`liva na akcionerite. Vo posledniot slu`aj baranite odlivi ne vkl`uvaat isplata na kamata i dolg. Na toj na`in, za FCF na firmata ne mo`e da se koristi objaveniot CFO, bidej`i toj gi vkl`uva odlivite za kamata. Vo ovoj kontekst na analizirawe na slobodnite pari`ni tekovi i nivno vrednuvawe, kako posebno zna`aen pristap i model za vrednuvawe na diskontirane pari`ni tekovi treba da se spomene **modelot zasnovan na dividenda.**

⁸⁵ Spored MSS 7 za izve{tajot za pari`ni tekovi.

g) Model zasnovan na dividenda

Ovoj model iako e ednostaven za koristewe, toj pretstavuva konceptualna dilema ili kako {to neкои avtori go narekuvaat dividendna zagatka. Finansiskata teorija, odnosno oddelni avtori ⁸⁶ uka`uvaat deka politikata na dividenda ne e va`na, t.e. deka strukturata na dividendite do krajnata (likvidatorna) dividenda e irelevantna. Modelot, me|utoa, bara predviduvawe na dividendite do beskone~nost ili davawe pretpostavka za krajna vrednost. Korporaciite {to vo momentot ne ispla}aat nikakva dividenda se slu~aj sam po sebe. Vakvite korporacii ne se bez vrednost. U{te pove}e, korporaciite so visok porast ~esto ne ispla}aat dividenda, bidej}}i tie gi reinvestiraat site fondovi {to im se na raspolagawe. Koga vrednosta na korporacijata e proceneta so koristewe na modelot na diskontirawe na dividenda, taa zavisi od nivoto na dividendi vo korporacijata i toa po stabilizirawe na nejziniot porast. Idnite dividendi zavise od tekot na zarabotuva~ki {to korporacijata }e bide sposobna da go generira. Taka, idnite o~ekuvani zarabotuva~ki se fundamentalni kaj takvite vrednuvawa. Sli~no na toa, za korporacijata {to ispla}a dividendi, nivoto

⁸⁶ Miller i Modigliani zabele`uvaat deka zemaj}}i go predvid nivoto na investicii

(mo`nosti za porast) dividendite se neva`ni, bidej}}i tie se lesno zamenlivi so

nadvore{no finansirawe. Pra{aweto na politikata na dividenda ostanuva

kontraverzno vo finansiskata literatura. Postojat onie koi smetaat deka

dividendnata politika e va`na, bidej}}i investitorot ja preferira sigurnosta na

dividendite, dodeka drugi ovaa politika ja gledaat kako "signalna" ramka kade

{to menaxmentot gi iska`uva svoite nameri preku nivoto na dividendi.

na dividendi mo`e da bide diskreciski izbor na menaxmentot koj e ograni`en od raspolo`livite zarabotuva`ki. Koga dividendite ne se isplateni, vrednosta se akumulira vo ramkite na korporacijata vo forma na reinvestirana zarabotuva`ka.

Modelot na neraste`ka konstantna dividenda se sveduva na slednava ravenka:

$$P_0 = \frac{D_i}{r}$$

kade {to:

P₀ - vrednosta na kapitalot na korporacijata na kraj na periodot 0;

D_i -dividendi plateni vo periodot i;

r -baranata stapka na prinos zasnovana na klasata na rizik na

korporacijata.

Za korporaciite so o`ekuvana (konstantna) stapka na prirast **q**, dividendite vo naredniot period se o`ekuva da bidat ednakvi na (1+q) pati tekovna dividenda. **D_i = D₀ (1+q)**, i **modelot na konstanten porast** ja dobiva slednata forma:

$$P_0 = \frac{D_0(1+q)}{r-q} = \frac{D_i}{r-q}$$

d)Pari`niot tek, dobivkata i likvidnosta

Iznosite vo bilansot na uspehot bazirani na presmetkovното smetkovodstvo, vo osnova, pretstavuvaat dobri pretska`uva`i na idnite pari`ni tekovi. Ovaa predviduva`ka sposobnost pretstavuva predmet na golem broj implicitni pretpostavki vku`uvaj}}i ja i pretpostavkata na konceptot za kontinuitet. Kako, na primer, klasifikacijata na zalihite kako sredstva namesto kako tro`oci implicitno pretpostavuva deka tie bi bile prodadeni pri voobi`aeniot tek na rabota. Sli`o, presmetkata na prihodite od proda`bata i vrednuvaweto na pobaruwawata pretpostavuva deka korporacijata normalno }e prodol`i so svoeto rabotewe.

Koga pretpostavkata za kontinuitet e predmet na somnevawe, priznavaweto na prihodot i vrednuvaweto na sredstvata ne mo`e pove}e da bidat zemeni kako potvrda. Vrednosta na zalihite i pobaruvawata zna~itelno se namaluva koga tie moraат da bidat brzo prodadeni. Dolgoro~nite sredstva, isto taka mora povtorno da bidat procenuvani koga postoi somnevawe za kontinuitet na raboteweto. Od ovoj aspekt, izve{tajot za pari~nite tekovi slu`i kako “proverka” na inherentnite pretpostavki vo bilansot na uspehot.

Vo ovoj kontekst zna~ajno e da se naglasi deka izve{tajot za pari~nite tekovi mu dozvoluва na analiti~arot da razgrani~i me|u fakti~kite nastani {to se slu~ile i smetkovodstvenite pretpostavki {to bile upotrebeni za objavuvawe na ovie nastani. Ova ne zna~i deka pretpostavkite napraveni od menaxmentot se pogre{ni, naprotiv tie mo`ат da obezbedat korisni informacii.

Isto taka, izve{tajot za pari~nite tekovi obezbeduva informacija za likvidnosta na korporacijata i nejzinata sposobnost da go finansira porastot na interno generiranite fondovi. Mo`e da se nazna~ат potencijalnite problemi na likvidnosta, kako {to se potrebnite zgolemuwawa na operativniот kapital i zaostanuvaweto vo naplatite na pari~nite sredstva.

Celokupniот fond na podatoci soдр`ани vo izve{tajot za pari~nite tekovi mo`e da bide upotreben za:

- revidirawe na individualnite stavki na pari~niот tek za analiti~ka zna~ajnost;
- ispituvawe na trendot na razli~nite komponenti na pari~niот tek i nivnata relacija so soodvetnite stavki vo bilansot na uspehot;
- razgleduvawe na me|usebnata povrzanost na komponentite na pari~niот tek vo tekot na vremeto.

Pokraj toa, zna~ajno e da se naglasi deka analizata na pari~nite tekovi e zna~ajna alatka za me|unarodna sporedba poradi zabele`itelните smetkovodstveni razliki me|u zemjite. Pari~nite tekovi (CFO i FCF) vo osnova se pomalku osetliви vo odnos na dobivkata na varijaciите {to proizleguvaат od razlikите vo smetkovodstvenite metodi. Me|utoa, ovie razliki vlijaат vrz klasifikacijata na pari~niот

tek. Na toj na~in, me|unarnodnite sporedbi mo`e da baraati korekci|a na objavenite pari~ni tekovi.

3. Analiza na izvorite na sredstvata i nivnoto koristewe

Obezbeduvaweto na sredstvata najdobro mo`e da se sledi preku nivnite izvori od koi{to mo`e da se utvrdi goleminata i strukturata na finansiraweto. Sporeduvaj|i gi realnite izvori na sredstva so planski utvrdenite potrebni sredstva mo`e da se vidi dali finansiskata slu`ba obezbedila onolku sredstva kolku {to trebalo da obezbedi, odnosno dali obezbedila pove|e ili pomalku sredstva.

Pojduvaj|i od toa deka izvorite na sredstvata, odnosno nivnata golemina i struktura se nao|aat vo pasivata na bilansot, so analiza na pasivata se dobivaat i podatoci za finansiraweto. Taka, goleminata na izvorite na sredstvata so koi{to korporacijata raspolaga se izrazuva preku zbirot na

pasivata. Sporeduvaj{i ja goleminata na izvorite na sredstvata so sredstvata so koi se raspolaga, odnosno treba da se raspolaga, se dobiva pokazatel za toa dali ima pomalku ili pove}e sredstva. Me|utoa, pogolemite izvori na sredstva ne se i pokazatel deka korporacijata ima mo`nosti da izvr{uva pogolemi zada~i, bidej{i izvr{uvaweto na delovnite zada~i, pokraj od goleminata na sredstvata (izvorite), zavisi i od nivnata struktura.

Pri analiziraweto na goleminata i strukturata na izvorite na sredstva i utvrduvaweto na otstapuvawata od goleminata i strukturata od prethodnite godini i planiranata struktura, najva`no e da se vidi dali finansiskite menaxeri uspeale da obezbedat finansiski sredstva vo onaa golemina i struktura {to odnapred, vrz osnova na finansiskiot plan, bila utvrdena kako potrebna za izvr{uvawe na delovnite zada~i.

Utvrduvaweto na finansiskite sredstva potrebni za izvr{uvawe na dejnosta na edna korporacija e dosta komplicirano i toa ne samo zaradi brojot na elementi od koi{to zavisi goleminata na obrtnite sredstva, tuku i zaradi slo`enosta na elementite, odnosno zaradi mnogubrojnite faktori {to vlijaat vrz niv. Za primer mo`e da se navede deka goleminata na zalihite na gotovite proizvodi zavisi od nivnite razli~ni vidovi, od kvalitetot, od uslovite za plasman na pazarot i sl. Goleminata na nedovr{enite proizvodi i poluproizvodite zavisi od goleminata i asortimanot na proizvodstvoto, tehnolo{kiot proces, negovata organizacija, cenite na materijalite i sl.

Obezbeduvaweto na finansiskite sredstva treba da se analizira, ispituva i od aspekt na uslovite pod koi{to se obezbeduvaat izvorite na finansirawe (primer, pod koi uslovi se dobieni kreditite). Vo analizata posebno treba da se prika`at kreditite po rokovite na vra}awe; visinata na anuitetot posebno iznosot na otplatata, a sekako i iznosot na kamatata. Potoa, isto takaa, treba da se prika`e i visinata na kamatnata stapka po oddelni vidovi krediti itn. Otplatata na kreditite za osnovni i obrtni sredstva, koi{to obi~no se dolgoro~ni, se vr{i od sredstvata na amortizacijata i od ostatokot od neto dobivkata.

Tokmu zatoa, so analizata treba da se utvrdi dali sredstvata od amortizacijata bile dovolni ili ne za otplata na dolgoro~nite krediti, potoa vo koja mera se anga`irani delovi od sredstvata od dobivkata ili, pak, eventualno se zemeni novi krediti za otplata na postojnite.

Otplatata na kratkoro~nite krediti, {to se zemeni za izvr{uvawe na nekoja konkretna rabota (primer, izvoz, prodaba na sezonski zalihi i sl.) se pla}aat so finansiskite sredstva dobieni so naplatata na realizacijata, odnosno so zavr{uvaweto na konkretnata rabota. Dokolku toa ne e mo`no, toga{ za otplata na kratkoro~nite krediti se zemaat novi kratkoro~ni krediti.

Koristeweto na finansiskite sredstva najdobro mo`e da se sogleda preku: ⁸⁷

- analiza na strukturata na sredstvata;
- analiza na koristeweto na sredstvata;
- analiza na namenskoto koristewe na sredstvata i
- analiza na vrteweto na vkupnite obrtni sredstva.

a) Analiza na strukturata na sredstvata

Vkupnite sredstva so koi se raspolaga, nezavisno od izvorite na nivnoto finansirawe, se javuvaat vo najrazli~ni vidovi. Za da se dobie porealna pretstava za nivnoto koristewe, najprvin treba da se sogleda strukturata na ovie sredstva i nivnite me|usebni odnosi od koi{to zavisi uspe{noto izvr{uvawe na zada~ite.

Strukturata najdobro mo`e da se sogleda ako sredstvata vo bilansot na sostojbata se grupiraat na sledniov na~in:

1. Osnovni sredstva

- gotovi osnovni sredstva: (vo funkcija i von funkcija).
- osnovni sredstva vo podgotovka (oprema i drugi materijali za investicii, investicii vo tek i akontacii za investicii).

⁸⁷ Prof. d-r Todor Stojanovi}, citirano delo, str. 562

• osnovni sredstva vo pari~en i preoden oblik: (pari~ni sredstva na osnovnite sredstva i pobaruvawa po osnov na prodaba na osnovnite sredstva).

2. Obrtni sredstva

• pari~ni sredstva: (pari~ni sredstva vo kasata, pari~ni sredstva na `iro - smetkata, valuti, devizi i hartii od vrednost).

• sredstva vo stokoven oblik: (zalihi na materijali, materijali vo obrabotka, dorabotka i manipulacija, siten inventar i ambala`a, nedovr{eno proizvodstvo i poluproizvodi, gotovi proizvodi i trgovski stoki).

• sredstva vo preoden oblik: (pobaruvawa od kupuva~i, pobaruvawa od kooperantski odnosi, pobaruvawa od dadeni krediti, aktivni vremenski razgrani~uvawa, akontacii na dobavuva~ite, akontacii na platite i akontacii za slu`beni patuvawa).

Vakvoto grupirawe na sredstvata ovozmo`uva da se utvrdat (presmetaat) niza analiti~ki pokazатели. Taka, sporeduvaj{i gi vaka grupiranite sredstva so onie {to se predvideni so finansiskiot plan, kako i so onie od prethodnata godina }e se utvrdi kaj koja grupa sredstva ima otstupuvawe i {to zna~i toa.

Pokraj prika`anoto grupirawe na sredstvata, izvr{eno od strana na prof. Todor Stojanovi}, vo ekonomskata literatura se sretnuvaat i drugi grupirawa. Taka, neкои avtori grupiraweto na sredstvata i izvorite go vr{at spored slednive ~etiri principi:⁸⁸

- Princip na zgolemena likvidnost;
- Princip na namalena vtasanost;
- Princip na namalena likvidnost;
- Princip na zgolemena vtasanost.

Spored prncipot na zgolemena likvidnost, sredstvata vo aktivata se grupirani vo ~etiri grupi:

- imobilizirani sredstva;
- zalihi;

⁸⁸Vidi: D-r Branko Trajkoski: "Delovni finansii so finansiski

menaxment", Ekonomski fakultet - Prilep, 2002 god., str. 716 - 720.

- pobaruwawa;

- gotovina.

Spored principot na zgolemena vtasanost, izvorite na pasivata se grupirani vo tri grupi:

- sopstveni izvori;

- dolgoro~ni zaemi;

- kratkoro~ni ibvrski.

Spored principot na namalenata likvidnost, sredstvata vo aktivata se grupirani vo ~etiri grupi:

- gotovina;

- pobaruwawa;

- zalihi;

- imobilizirani sredstva.

Spored principot na namalena vtasanost, izvorite vo pasivata se grupirani vo tri grupi:

- kratkoro~ni obvrski;

- dolgoro~ni zaemi;

- sopstveni izvori.

b) Analiza na koristeweto na sredstvata

Pri analizata na koristeweto na sredstvata treba da se prika`e koristeweto na site sredstva, kako delovni, taka i nedelovni sredstva. Karakteristi~no za ovaa analiza na koristeweto na oddelnite grupi delovni sredstva {to se koristat vo oddelni organizacioni edinici e toa {to taa treba da bide prika`ana zaedno so analizata na raboteweto na korporativното pretprijatie.

Spored ova, analizata na koristeweto na sredstvata na nivo na korporacija treba da go opfati koristeweto na:

- osnovnite sredstva vo i von upotreba;

- osnovnite sredstva vo podgotovka;

- osnovnite sredstva vo pari~en oblik;

- obrtni sredstva vo pari~en oblik;

- obrtnite sredstva vo materijalen oblik;

- obrtnite sredstva vo preoden oblik.

Analizata na osnovnite sredstva vo upotreba (vo funkcija) treba da go opfati stepenot na koristeweto na osnovnite sredstva (stepenot na

iskoristuvaweto na kapacitetite - vo edna, dve, tri smeni i t.n.)

Za osnovnite sredstva **von upotreba - von funkcija** treba da se analizira i ispituva dali tie se nao|aat vo korporacijata ili pak se dadeni na drugi korporaciji na usluga, pod zakup i sl.

Analizata na osnovnite sredstva **vo podgotovka** go opfa}a razgleduvaweto na planot na investiciite {to mo`e da bide izraboten za period od edna ili nekolku godini.

So analizata na osnovnite sredstva **vo pari~en oblik** treba, glavno, da se konstatira kolkav bil prilivot na pari~nite sredstva od amortizacijata na osnovnite sredstva, a kolkav od prodabata i za koja cel tie sredstva bile potro{eni vo tekot na godinata.

Analizata na obrtnite sredstva vo pari~en oblik treba da go opfati ispituvaweto na pari~nite sredstva vo kasata, na `iro - smetkata, devizite, valutite, hartiite od vrednost i sl.

Analizata na obrtnite sredstva **vo materijalen oblik** treba da gi opfati oddelnite vidovi obrtni sredstva vo materijalen oblik kako {to se: surovinite i materijalite, nedovr{enite proizvodi i proizvodite vo tek i gotovite proizvodi. Op{to poznat e faktot deka za mnogu korporativni pretprijatija zalihite pretstavuvaat osobeno va`na kategorija na delovnite vlo`uvawa. Kako op{toprifaten metod za utvrduvawe na nivnata konvertibilnost (pretvorljivost vo pari~ni sredstva) slu`i koeficientot na vrtewe, koj{to se dobiva koga cenata na ~inewe na realizirane proizvodi }e se podeli so prose~nata vrednost na zalihite vo tekot na godinata. Za da se eliminira vlijaniето na finansiskiот rezultat (dobivkata ili zagubata) vrz koeficientot na vrtewe na zalihite, vo broitelot na ovoj odnos treba da se opfatat samo tro{ocite na realizirane proizvodi. Ako brojot na denovite vo godinata (360) se podeli so koeficientot na vrtewe na zalihite se dobiva prose~no vreme na traewe na eden obrt na zalihite {to, vsu{nost, ja ozna~uva prose~nata starost (zadr`uvaweto) na zalihite vo magacinot.

Kaj analizata na obrtnite sredstva vo preoden oblik od osobeno zna~ewe e da se ispitaat pobaruvawata od kupuva~ite, bidej}i vo niv se

anga`irani golemi iznosi na obrtni sredstva. So ovie ispituvawa, meju drugoto, treba da se utvrdi dali pobaruwawata od kupuwa~ite, vo oddelni periodi, obi~no na krajot od mesecot, se pogolemi od planiranite, odnosno od onie vo prethodnite periodi.

Pri analizata na pobaruwawata od kupuwa~ite treba da se posveti vnimanie i na analizata na koeficientot na vrteve na pobaruwawata od kupuwa~ite. Kako {to e poznato iznosot na pobaruwawata od kupuwa~ite zavisi od obemot na realizacijata, od politikata na kreditirawe na kupuwa~ite i od efikasnosta na naplatata na vtasanite pobaruwawa. Saldoto od kupuwa~ite (pobaruwawata) treba da bide vo razumen funkcionalen odnos so prihodite ostvareni preku prodabata na kredit. Toj odnos obi~no se utvrduva so delewe na neto prihodot od realizacijata od bilansot na uspehot so prose~noto saldo (pobaruwawa) od kupuwa~ite.

Koeficientot na vrteve na pobaruwawata od kupuwa~ite i prose~niot period za naplata na pobaruwawata pretstavuvaat mo{ne zna~ajni instrumenti vo finansiskata analiza. Ovie pokazateli, pred se, slu`at kako neophodna proverka za opravdanosta na pokazatelite za likvidnost, i toa merej}i ja brzinata na konverzija na pobaruwawata vo gotovi pari~ni sredstva so koi edinstveno mo`at da se isplatat pari~nite obvrski vo rokovite na nivnoto vtasuvawe. Taka, na primer, zgolemuwaweto na koeficientot na vrteve na pobaruwawata od kupuwa~ite, odnosno namaluvaweto na periodot za naplata na pobaruwawata, pokraj drugoto, pretstavuvaat neophodni preduslovi za maksimalizirawe na rentabilnosta, bidej}i na toj na~in se ovozmo`uva so pomali vlo`uvawa na delovni sredstva da se ostvarat pogolemi prihodi.

v) Analiza na namenskata upotreba na sredstvata

Sredstvata koi{to korporacijata gi dobiva ili samo gi oddeluva so raspredelbata na dobivkata imaat po{iroka ili potesna namena. Namenata pri koristeweto na sredstvata ja opredeluva samoto korporativno pretprijatie, odnosno menaxmentot so zakonski propisi, potoa bankite i delovnite partneri so koi{to toa sorabotuva pri izvr{uwaweto na reprodukcioniot proces.

Postoeweto na namenskata upotreba na sredstvata ja nalo`uva i kontrolata pri nivnata primena. Nenamenskoto koristewe na sredstvata, vsu{nost pretstavuva nepridr`uvawe na na~inot na finansirawe koj{to odnapred e utvrden, a toa se karakterizira kako finansiska nedisciplina.

Namenskoto koristewe na sredstvata najdobro mo`e da se sogleda koga sredstvata }e se sporedat so izvorite. Bidej}}i sredstvata na korporacijata se vo aktivata, a izvorite vo pasivata, nivnoto namensko koristewe najdobro mo`e da se sogleda koga oddelni sredstva }e se sporedat so nivnite izvori, odnosno koga oddelni stavki na aktivata }e se sporedat so soodvetnite stavki vo pasivata. Ovoj metod na analizirawe vo ekonomskata literatura e poznat kako presekuvawe na bilansot.

So presekuvaweto na bilansot na podbilansi mo`at da se dobijat najrazli~ni pokazатели za namenskoto i nenamenskoto koristewe na sredstvata, kako {to se slednive: ⁸⁹

- dali iznosot na oddelnite grupi sredstva e ednakov na nivnite soodvetni izvori. Dokolku, so analizata, se konstatira neednakvost treba da se registrira od kade poteknuva taa neednakvost. Ovie odnosi me|u sredstvata i izvorite poka`uvaat dali e zapazen principot za namensko koristewe na oddelnite vidovi sredstva, pa spored toa dali e zapazen i principot na finansiskata disciplina;

- dali planskite izvori na obrtni sredstva gi zadovoluvaat vkupnite potrebi od obrtni sredstva ili samo del od tie potrebi. Ovoj pokazatel se dobiva so sporeduvawe na planskite izvori na obrtni sredstva so nivniot vkupen izvor. Vakov pokazatel se iznao|a i za osnovnite sredstva;

- dali planskite izvori na obrtni sredstva gi zadovoluvaat potrebite od obrtni sredstva i toa prika`ani vo materijalen ili pari~en oblik;

- dali korporacijata pove}e gi kreditira svoje kupuva~i i dobavuva~i, otkolku {to e

⁸⁹ Prof. Todor Stojanovi}: "Analiza na raboteweto na pretprijatijata",

Skopje, 1990 god. , str. 344

kreditirana. Ovoj podatok se dobiva koga }e se sporedi zbirot na pobaruva~ata od kupuva~ite i akontaciite dadeni na dobavuva~ite so zbirot na obvrskite sprema dobavuva~ite i akontaciite dobieni od kupuva~ite.

g) Analiza na vrteвето na vkupnite obrtni sredstva

Vrteвето na vkupnite obrtni sredstva e mnogu va`en pokazatel za kvalitetot na raboteweto. Zaedno so ekonomi~nosta, produktivnosta, rentabilnosta i koristeweto na kapacitetite toj spa|a vo pette osnovni pokazateli za kvalitetot na raboteweto na sekoja korporacija. Analizata na vrteвето na vkupnite obrtni sredstva, dava odgovor na pra{awata - dali obrtnite sredstva se koristeneni podobro ili polo{o otkolku {to trebalo, potoa kako se koristeneni sredstvata vo odnos na prethodnite periodi i koi se pri~inite za takvoto nivno koristewe.

Koeficientot na vrteewe na vkupnite obrtni sredstva se iznao|a kako odnos me|u efektot i masata na sredstvata {to e upotrebena za ostvaruvawe na toj efekt, spored slednava formula:⁹⁰

$$K = \frac{E}{M}$$

kade {to:

K - pretstavuva koeficient na vr{ewe,

E - efekt, odnosno iznos na realizacija,

M - potrebna masa obrtni sredstva.

Za prakti~no presmetuvawe na koeficientot na vrteewe se postavuva pra{aweto: {to da se zeme kako efekt, a {to kako masa? Vo ekonomskata literatura postojat najrazli~ni mislewa za toa {to pretstavuva efekt, a {to masa. Taka, za efekt se prepora~uva da se zemat predvid slednive kategorii: vkupното proizvodstvo po prodan`ni ceni, vkupniot prihod, realizacijata po prodan`na cena namalena za iznosot na danokot na promet, realizacijata po cena na ~inewe, realizacijata po cena na ~inewe namalena za iznosot na amortizacijata i sl. Za masa, pri presmetuvawe na koeficientot na vrteewe, se prepora~uva da se zemat:

⁹⁰ Prof. Todor Stojanovi}, citirano delo, str. 569

vkupno koristenite obrtni sredstva namaleni za iznosot na namaluvaweto na sredstvata, vkupnite obrtni sredstva vo visina na planskite izvori, obrtnite sredstva vo materijalen oblik i t.n.

Prof. Todor Stojanovi⁹¹ go prifa}a ona mislewe po koe{to kako efekt treba da se zeme realizacijata po cena na ~inewe namalena za amortizacijata, a kako masa vkupnite vistinski potrebi od obrtni sredstva, i toa od slednive pri~ini:

- Proizvodstvoto ne e efekt na transformacijata na vkupnite obrtni sredstva, bidej}i ne pretstavuva pojava {to mo`e da se karakterizira kako izvr{uvawe na zada~ata na celoto korporativno pretprijatie.

- Vkupniot prihod ne mo`e da bide adekvatna kategorija za efekt, bidej}i vo sebe, pokraj realizacijata po prodan`na cena, so dr`i i vonredni prihodi.

- Realizacijata po prodan`ni ceni ne treba da se zeme kako efekt, bidej}i vo nejze, pokraj transformiranite vrednosti na obrtnite sredstva, e so dr`an i pozitivniot finansiski rezultat, se razbira dokolku korporacijata raboti so pozitiven finansiski rezultat.

- Realizacijata po prodan`ni ceni namalena za iznosot na amortizacijata i realizacijata po prodan`ni ceni namalena za danokot na promet ne mo`at da se zemat kako efekti, bidej}i se raboti za realizacija po prodan`ni ceni.

- Realizacija po cenata na ~inewe pretstavuva vistinski efekt, bidej}i ja pretstavuva vrednosta na izvr{enata zada~a, {to pretsavuva zbir na prenesenite - transformiranite obrtni sredstva.

Vrz osnova na prethodno iznesenoto mo`e da se zaklu~i deka formulata na presmetuvawe na koeficientot na vrtewe na vkupnite obrtni sredstva treba da glasi:

Iznosot na realizacijata na gotovite proizvodi

⁹¹Vidi: prof. d-r Todor Stojanovi}, citirano delo, str. 580

$$K = \frac{E}{M} = \frac{\text{po stvarnata cena na \textasciitilde inewe - (minus) amortizacija}}{\text{Iznosot na prose\~no upotrebenite vkupni obrtni sredstva}}$$

Vrz osnova na koeficientot na vrtewe se utvrduva i vremeto na traewe na vrteweto, a toa e pokazatel {to poka`uva, vo prosek, kolku dena trae edno vrtewe i se dobiva po slednava formula: ⁹²

$$B = \frac{T}{K} = \frac{\text{Broj na denovi vo godinata}}{\text{Koeficient na vrtewe}}$$

Koeficientot na vrtewe i vremeto na traewe na vrteweto se mnogu va`ni analiti~ki pokazateli. Tie mo`at da se sporeduvaat od pove}e aspekti so normalniot - planiraniot koeficient na vrtewe i so normalното planirano vreme na traewe na vrteweto.

⁹² Prof. d-r Branko Trajkoski i prof. d-r Gordana Trajkoska: "Upravuvawe so obrtnite sredstva", Ekonomski fakultet - Prilep, 1999god. Str. 84

4. Analiza na koristeweto na tu|i sredstva

So ovaa analiza treba da se utvrdi dali blagovremeno se ispla}aat obvrskite sprema nadvore{nite subjekti i obvrskite od internoto finansirawe, odnosno obvrskite sprema: kratkoro~nite krediti, doveritelite, internoto finansirawe, dr'avata, dolgoro~nite krediti i obvrskite po osnov na kazneni kamati, sudski tro{oci i sl; obvrskite sprema akcionerite, vlo`uva~ite i dr. Analizata na vra}aweto na obvrskite sprema doveritelite ima mo{ne golemo zna~ewe, bidej}}i neisplatenite obvrski sprema doveritelite pretstavuvaat neplanski izvori. Za site neisplateni obvrski treba da se analiziraat pri~inite, odnosno posebno treba da se analizira odnosot me|u vkupnite neisplateni obvrski i vkupnite nabavki. Natamu, isto taka, treba da se analiziraat i reperkusiite od neisplatenite obvrski (na primer, dali poradi neisporakata na materijalite i neizvr{enite uslugi imalo zastoi vo proizvodniot proces i sl.). So analizata se utvrduva i kolku dena, vo prosek, se koristat tu|ite sredstva i sl.

Za utvrduvawe na ovie denovi kako pokazatel mo`e da se koristi koeficientot na vrteve na sredstvata od dobavuva~ite, {to se dobiva od odnosot na godi{nata vrednost na nabavkite na materijalite i uslugite i prose~noto saldo na dobavuva~ite vo tekot na godinata. So analizata na internoto finansirawe se prika`uva na~inot na koj{to se likvidiraat me|usebnite finansiski odnosi me|u korporativnite pretprijatija {to se vo sostav na holding kompanii, trustovi sl. Pokraj analizata na obvrskite sprema dobavuva~ite i analizata na internoto finansirawe, treba da se respektira i analizata na neisplatenite obvrski sprema dr'avata, kako {to se: obvrskite za danokot na promet, danokot od dobivka, pridonesite od

platite i t.n. So ova analiza treba da se utvrdati pri~inite zaradi koi{to do{lo do neispla}awe na obvrskite prema dr`avata.

Obvrskite prema dolgoro~nite krediti predstavu~aat poseben predmet i so~dr`ina na finansiskata analiza. Dolgoro~nite krediti obi~no se otpla}aat vo opredeleni anuiteti. Pri ova ispla}awe osobeno treba da se zemat predvid izvorite od koi{to se vr{i pla}aweto, a tie mo`at da bidat sredstvata od pozitivniot finansiski rezultat (dobivkata), sredstvata od amortizacijata i sredstvata dobieni od drugi krediti. So ova analiza poseben tretman dobivaat rokovite na otplata na dolgoro~nite krediti za osnovni sredstva. Dokolku tie rokovi ne se usoglaseni, toga{ doaj}a vo pra}awe finansiskata stabilnost na raboteweto na korporacijata.

5. Analiza na likvidnosta so racio pokazateli

Sé poizrazenoto dejstvuvawe na pazarnite uslovi na stopanisuvawe, meju drugoto, ja nametna i obvrskata dru{tvata da vodat posebna smetka za likvidnosta, odnosno blagovremeno da gi izmiruvaat vtasanite obvrski po site osnovi.

Denes, problemot na likvidnost po svojata te`ina, slo`enost i po negovite posledici, dobiva pogolemi razmeri i za nego se diskutira na site nivoa. Likvidnosta stanuva tolku aktuelna {to re{enijata za nejzinoto podobruvawe ne se ve}e samo ekonomska potreba, tuku i urgentnost za odr`uvawe ne samo na finansiskata likvidnost, tuku i na stabilnosta na dru{tvata i stopanstvoto vo celina.

Vo teoretskite tolkuvawa na poimot likvidnost mnogu ~esto se izrazuva baraweto transformacijata na nefinansiskite vo likvidni sredstva da se ostvaruva bez zagubi. Toa zna~i deka, likvidnosta ja izrazuva sposobnosta na del od imotot na pretprijatiето za mnogu kratok period da se pretvori vo pari~ni sredstva bez pritoa da se pojavat zagubi.⁹³ Ovde ne stanuva zbor za zagubi vo bilansot na uspehot, tuku za zagubi {to nastanuvaat pri transformacijata na pooddelnite sredstva vo pari

⁹³ D-r D. Dimitrijevi}: "Monetarna analiza", Skopje, 1996 god., str. 210

(proda`ba na hartii od vrednost so diskont, naplata na pobaruwawata od kupuwa~ite so kasa - konto, proda`ba na kupenite akcii po kurs koj {to e ponizok od bilansiraniot itn.).

Spored toa mo`e da se ka`e deka terminot likwidnost ima dvojno zna~ewe i toa:

- ja izrazuwa sposobnosta na poodelni nefinansiski formi na sredstva da se transformiraat vo finansiski sredstva, i

- uka`uva na podgotvenosta na dol`nikot da gi isplati stasanite obvrski.

Na likvidnosta na korporacijata, kako i na samiot reprodukcionen proces vlijaat golem broj vnatre{ni faktori, koi{to ednovremeno se i faktori na finansiskata sigurnost. Me|utoa, prethodno napomenavme deka sigurnosta i likvidnosta me|usebno se razlikuvaat, odnosno korporacijata mo`e da bide finansiski sigurna, no da ne bide likwidna koga ne e vo sostojba blagovremeno, vo opredelen rok, da gi isplati vtasanite obvrski. Isto taka, taa mo`e da bide likwidna, a istovremeno da ne bide sigurna koga e vo sostojba da gi isplati samo kratkoro~nite obvrski, no nema dovolno finansiski sredstva da gi isplati dolgoro~nite obvrski. Likvidnosta }e bide pogolema ako se raspolaga so pove}e sredstva od sopstveni namesto od tu|i izvori, i dokolku tie se pove}e od dolgoro~en, otkolku od kratkoro~en karakter. Isto taka, likvidnosta }e bide pogolema ako procesot na reprodukcijata se izvr{uva vo normalni uslovi, bidej|i vo toj slu~aj i finansiskite sredstva se vo granicite na planiranite. Vrz osnova na izlo`enovo mo`e da se konstatira deka likvidnosta e obezbedena vo celokupното rabotewe na korporacijata, i taa e pogolema ako taa redovno gi izvr{uva svoite zada~i, anga`ira normalen iznos na sredstva, redovno vr{i realizacija na svoite proizvodi i uslugi i redovno ja vr{i naplatata na taa realizacija.

Imaj|i go predvid vakvoto zna~ewe na likvidnosta za raboteweto na korporaciite, sosema normalno e {to na analizata na likvidnosta i se obrnuva osobeno vnimanie.

Ovaa analiza mo`e da se izvr{uva vo potesna i vo po{iroka smisla na zborot. Analizata na likvidnosta vo potesna smisla, vsu{nost, pretstavuva

analiza na efektivnata likvidnost pod koja{to se podrazbira sposobnosta na korporacijata da mo`e da gi izmiri vtasanite obvrski.

Analizata na likvidnosta vo po{iroka smisla, vsu{nost, e analiza na perspektivnata ili potencijalnata likvidnost pod koja{to se podrazbira sposobnosta da se izmirat obvrskite vo perspektiva, odnosno vo naredniot period.

Analizata na perspektivnata, odnosno potencijalnata likvidnost zapo~nuva so mereweto na stepenot na perspektivnata likvidnost, koj{to e poznat pod nazivot "op{t indikator" ili op{t racio na likvidnosta.

Stepenot na perspektivnata ili potencijalnata likvidnost se meri so pomo{ na slednive odnosi:

$$\frac{Z+A+P+G}{K}$$

kade {to:

- Z** - zalihi,
- A** - aktivni vremenski razgrani~uvawa,
- P** - pobaruvawa (bez somnitelni),
- G** - gotovi pari,
- K** - kratkoro~ni obvrski.

Kaj ovoj indikator, odnosno kaj stepenot na perspektivnata likvidnost, e karakteristi~no toa {to goleminite od broitelot sprema goleminite od imenitelot treba da bidat najmalku dvapati pogolemi, bidej{i se smeta deka finansiskata sostojba ne e zdrava ako trajnite obrtni sredstva vo celost ili samo vo eden nivni del se finansiraat od kratkoro~ni izvori. Rizi~no i negativno za perspektivnata likvidnost e ako tendenciite na ovoj indikator, od period vo period, imaat takva dinamika {to se dobli`uvaat do edinica, bidej{i toa bi zna~elo deka od period vo period raste u~estvoto na kratkoro~nite izvori vo finansiraweto na trajnite obrtni sredstva, a analogno na toa opa|a u~estvoto na dolgoro~nite izvori.

Vakvite negativni tendencii na ovoj indikator neizbe`no vodat do disproporcii me|u rokovite na vtasuvawe na obvrskite (vo ramkite na

kratkoro~nite izvori) i mo`nost za blagovremeno transformirawe na obrtnite sredstva vo pari~en oblik. Pojavata na ovaa sprotivnost direktno go pogoduva stepenot na efektivnata likvidnost.

Vo ovoj kontekst, sakam da naglasam deka likvidnosta na korporaciite pretstavuva edno od najzna~ajnite pra{awa na koe{to vo sovremeni uslovi na stopanisuvawe mu se posvetuva osobeno vnimanie.

Vo ramkite na mnogubrojnite diskusii, raspravi, zakonski proekti, stru~ni i lai~ki napisi problemite na nelikvidnosta na stopanstvoto stanuvaa{t se poaktuelni i se prisutni vo golem broj korporacii i toa ne samo vo onie anemi~nite, so lo{a finansiska struktura, tuku i vo onie {to imaat solidna i zdrava finansiska konstitucija. Pritoa, pri~inite za nelikvidnosta ne treba da se baraa{t isklu~ivo vo ramkite na politikata na nacionalnata ekonomija, odnosno vo nepokrienite investicii, nerentabilnite korporativni pretprijatija i restriktivnata politikata na bankite vo naporite za odr`uvawe na stabilnosta na nacionalnata valuta. Pod vlijanie na ideite i razmisluvawata okolu pri~inite za nelikvidnosta na stopanstvoto se insistira na akcii i merki na dr`avata vo pravec na institucionalizacija na akciite za zgolemuwawe na finansiskata disciplina na korporaciite preku zakonskata regulativa, koja predviduva rigorozni sankcii za nelikvidnite korporativni pretprijatija. Pritoa, se zapostavuva faktot deka re{enieto na problemot na nelikvidnosta treba da se bara vo finansiskata situacija na korporacijata, determinirana od nejzinata finansiska struktura. Najnovite istra`uvawa na ekonomskata nauka vo sferata na finansiraweto na korporaciite uka`uvaa{t na toa deka ocenkata na nivnata finansiska situacija podrazbira ispituvawe i analiza na finansiskiot sostav, odnosno finansiskata struktura na korporacijata, od edna i nejzinata sposobnost za pla{awe, odnosno likvidnost, od druga strana.

Sporod misleweto na profesorot VOSS⁹⁴ pri prou~uvaweto na ovie dva poima treba da se postapuva sli~no kako i pri ispituvaweto na zdravstvenata

⁹⁴ dr Heinrich Voss: Finanzstruktur und Liquidital , ein Betrag zur Untersuchung Und Dastellung der Finanziellen Lage eines Unternehmens, Dusseldorf , 1996

sostojba na ~ovekot. Imeno, lekarot kaj pacientot ispituva dve raboti:

- negovata konstitucija i sostojba na negovite organi i

- momentalnata zdravstvena sostojba.

Pritoa, pacientot mo`e da ima zdrava i jaka konstitucija i organski da bide sosema zdrav, a sepak zaradi nekoja infekcija ili pregolemo napregawe da e bolen. Od druga strana, pak, isto taka, e mo`no pacientot da ima slaba konstitucija ili organski naru{uvawa, a sepak momentalno da e zdrav, t.e. da nema nekoja akutna boleest. Sli~na e situacijata i so korporacijata. Imeno, mo`e da se slu~i edna korporacija vo koja{to ima zdrava konstitucija, odnosno dobra finansiska struktura da se soo~i so te{kotii i da ne mo`e da gi isplati svoje obvrski ili pak, mo`na e situacija pri koja{to korporacija so relativno nepovolna ili lo{a finansiska struktura momentalno ili vo podolg vremenski period da bide likvidna i bez problem da gi ispituva svoje obvrski. Me|utoa, toa ne zna~i deka plate`nata sposobnost ne zavisi od finansiskata struktura. Naprotiv, korporaciite so normalna konstitucija, odnosno so dobra finansiska struktura polesno gi sovladuvaat momentalnite problemi vo vrska so nelikvidnosta, {to ne e slu~aj so onie {to imaat lo{a finansiska struktura.

Vo praktikata doveritelite mora da ja procenat sposobnosta na korporacijata da gi ispolni tekovnite obvrski. Taa sposobnost zavisi od raspolo`livite pari~ni resursi zaklu~no so denot na bilansot na sostojba i pari~nite sredstva {to }e se generiraat niz operativniot ciklus na korporacijata.

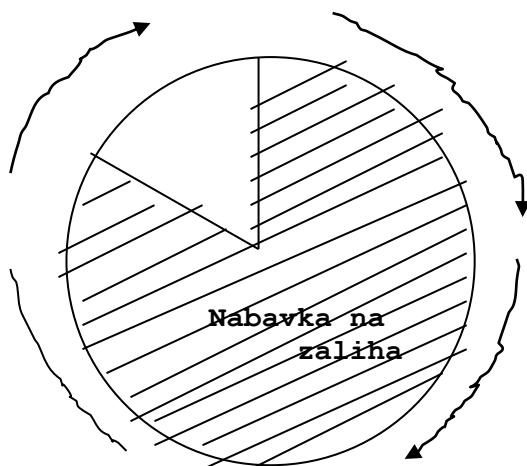
Denovi za

isplata

skladirawe

zalihi

Proda`bi



pari~ni sredstva

[rafiranata periferija = pari~en ciklus

SLIKA 4: Operativen i pari~en ciklus⁹⁵

Slikata pretstavuva grafi~ka prezentacija na operativniot ciklus na korporacijata koja nabavuva ili proizveduva zaliha, baraj}i pari~en odliv ili kreirawe obvrski prema doveritelite. Ovaa proda`ba na zalihata generira pobaruvawa koi, koga }e se naplatat, se upotrebuvaat da se isplatat obvrskite, i ciklusot po~nuva povtorno. Sposobnosta da se povtoruva ovoj ciklus vo kontinuitet zavisi od kratkoro~nata likvidnost na korporacijata i sposobnosta za generirawe pari~ni sredstva.

Eden indikator za kratkoro~nata likvidnost gi koristi koeficientite na raboteweto kako merka na likvidnosta. Operativniot ciklus na edna korporacija pretstavuva zbir na denovite potrebni za proda`ba na zalihata i broj na denovi potrebni pobaruvawata da se konvertiraat vo pari~ni sredstva. Periferijata na

⁹⁵ Gerald L. White, Ashwind C. Condhi, Dov Fried, citirano delo, str. 203

ovoj krug na Slikata 4 ja pretstavuva dol`inata na ovoj ciklus. Dokolku korporacijata raboti bez kredit, toj isto taka pretstavuva vkupen broj denovi potrebni pari~nite sredstva da se vrzat vo sredstvata za rabota.

Stepenot do koj korporacijata koristi kredit, dol`inata na pari~niot (operativniot) ciklus se namaluva. Odzemaj}i go brojot denovi na preostanatite obvrski od operativniot ciklus rezultira vo pari~en ciklus na korporacijata. Pari~niot ciklus gi opfa}a relacijata na proda`bite, naplatata i kreditot na na~in na koj individualnite brojki ne mo`at. Kolku e pokus pari~niot ciklus, tolku e poefikasno upravuvaweto so raboteweto i pari~nite sredstva na korporacijata.

Analizata na kratkoro~nata likvidnost gi sporeduva pari~nite resursi na korporacijata so pari~nite obvrski. Pari~nite resursi mo`at da bidat izmereni kako:

- zbir na tekovnite pari~ni salda i nejzinite potencijalni izvori na pari~ni sredstva, ili

- nejzinite (neto) pari~ni tekovi od raboteweto

Pari~nite obvrski mo`at da bidat izmereni kako:

- tekovni obvrski {to baraat pari~ni sredstva, ili

- pari~ni odlivi {to proizleguvaat od raboteweto.

Narednata tabela gi sumira koeficientite {to voobi~aeno se koristat za merewe na relacijata me|u resursite i obligaciite:

	Broitel Pari~ni resursi	Imenitel Pari~ni obligacii
Nivo	Tekovni sredstva	Tekovni obvrski
Tek	Pari~ni tekovi od raboteweto	Pari~ni odlivi od raboteweto

Konceptualno, koeficientite se razlikuuaat vo zavisnost od toa dali nivoata (iznosite prika`ani vo bilansot na sostojba) ili tekovite (pari~nite prilivi i odlivi) se primenuuaat za da se izmeri relacijata.

Tri koeficienti gi sporeduuaat nivoata na pari~nite resursi so tekovnite obvrski kako mera na pari~nite obligacii. Tekovniot koeficient gi definira pari~nite resursi kako site tekovni sredstva:

$$\text{Tekoven koeficient} = \frac{\text{Tekovni sredstva}}{\text{Tekovni obvrski}}$$

Pokonzervativna merka na likvidnosta e brziot koeficient:

$$\text{Brz koeficient} = \frac{\text{pari~ni sredstva + hartii od vrednost} + \text{pobaruvawa od kupuva~ite}}{\text{Tekovni obvrski}}$$

koj gi iskluuva zalihite od pari~nite resursi, priznavaj}i deka konverzijata na zalihata vo pari~ni sredstva e pomalku izvesna vo odnos na vremetraeweto na iznosot ⁹⁶. Vkluu~enite sredstva se “brzi sredstva”, bidej}i tie brzo }e mo`at da bidat konvertirani vo pari~ni sredstva.

Kone~no, pari~niot koeficient e definiran kako

$$\text{Pari~en koeficient} = \frac{\text{pari~ni sredstva + pazarni hartii od vrednost}}{\text{Tekovni obvrski}}$$

⁹⁶ Saldata na zaliha na aktivno trguvanite stoki, kako {to se naftata,

metalite ili p~enicata mo`e da se razgledaat kako mnogu likvidni i

mo`at da se vclu~at vo brziot koeficient.

Tekovni obvrski

najkonzervativen od site merewa na pari~nite resursi, za{to samo fakti~kite pari~ni sredstva i hartii od vrednost, {to mo`at lesno da se konvertiraat vo pari~ni sredstva, se koristat za merewe na pari~nite sredstva.

Upotrebata ili na tekovniot ili na brziot koeficient implicitno pretpostavuva deka tekovnite sredstva }e bidat konvertirani vo pari~ni sredstva. Me|utoa, vo realnosta korporaciite fakti~ki ne gi likvidiraat svoite tekovni sredstva za ispla}awe na svoite obvrski. Minimalni nivoa na zalihi i pobaruvawa sekoga{ se potrebni za odr`uvawe na raboteweto. Dokolku site tekovni sredstva se likvidiraat, korporacijata efektivno prestanuva so raboteweto.

Ponatamu, analizata na likvidnosta ne e nezavisna od analizata na raboteweto. Oskudniot obrt na pobaruvawata ili zalihite ja ograni~uva korisnosta na tekovnite i brzite koeficienti. Zastarenite zalihi ili nenaplatlivite pobaruvawa se neverojatni kako izvor na pari~ni sredstva. Na toj na~in, nivoata i promenite na koeficientite za kratkoro~na likvidnost vo tekot na periodot treba da bidat ispituvani vo vrska so koeficientite za obrt:

Koeficientot za pari~nite tekovi od raboteweto:

$$\text{Pari~ni tekovi od raboteweto} = \frac{\text{pari~ni tekovi od raboteweto}}{\text{tekovni obvrski}}$$

ja meri likvidnosta preku sporeduvawe na fakti~kite pari~ni tekovi (namesto tekovniot del na potencijalnite pari~ni resursi) so tekovnite obvrski. Ovoj koeficient, isto taka, gi izbegnuva pra{awata na fakti~koto konvertirawe vo pari~nite sredstva, obrtot i minimalното potrebno nivo na operativen kapital (pari~ni sredstva) za odr`uvawe na raboteweto.

Zna~ajno ograni~uvawe na koeficientot na likvidnost e otsustvoto na ekonomska ili "na realen svet" interpretacija na ovie meri. Neverojatnata mera na likvidnost na pari~niot ciklus {to go odrazuva brojot potrebni denovi za pari~nite sredstva da se vrzat za operativniot ciklus na korporacijata nema intuitivno zna~ewe na tekovniot koeficient na primer od 1,5. Za neкои korporacii ovoj koeficient bi bil visok, za neкои mnogu nizok.

Intervalot za za~tita sprotivno, obezbeduva intuitivno "zna~ewe" za likvidnosta na korporacijata, iako e najkonzervativen. Toj gi sporeduva tekovno raspolo~livite "brzi" izvori na pari~ni sredstva (pari~ni sredstva, hartii od vrednost, pobaruwawa od kupuva~i) so procenetite odlivi, potrebni za raboteweto.

Ovoj interval ja ima slednata forma:

$$\text{Interval za za}\{tita = \frac{\text{Pari}\sim\text{ni sredstva} + \text{hartii od vrednost} + \text{pobaruwawa od kupuva}\sim\text{ite}}{\text{Proektirani izdatoci}}$$

Vo kontekst na vakvata analiza, treba da se ima vo predvid deka za site korporacii kako osnovna i primarna zada~a i cel treba da bide ostvaruvaweto na t.n. optimalna likvidnost.

Merkite so koi{to likvidnosta mo`e da se optimalizira treba da se prezemaat, glavno, vo sferata na finansiraweto na korporacijata i optimalizacijata na nejzinata finansiska struktura, vo anga`iraweto na obrtnite sredstva vo zalihi, pobaruwawa i pari~ni sredstva, vo namaluvaweto na pari~nite izdatoci, vo planiraweto na proizvodstvoto, prodaba~ata i pari~nite tekovi, kako i vo dopolnitelното obezbeduvawe i plasman na vi{okot na finansiskite sredstva. Zaradi slo`enosta i kompleksnosta na ovie merki, kako i zaradi organizacionoto opredeluvawe na zada~ite i odgovornostite vo vodeweto na politikata na likvidnosta, tie mo`at da se ras~lenat na primarni i sekundarni. Primarni se site onie merki so koi{to se

pottiknuva transformacijata na sredstvata od likvidni vo nelikvidni ($P - S$) i obratno ($S_1 - P_1$). Ovde spa|aat site merki vo vrska so optimalizirawe na zalihite, pobaruvawata, pari~nite sredstva, obvrskite i sl. Sekundarni ili dopolnitelni merki se site onie so koi{to se obezbeduvaat dopolnitelni likvidni sredstva, no ne od procesot na reprodukcijata - sopstveni izvori, tuku od finansiskata okolina - nadvore{ni izvori.

Kako {to prethodno be{e istaknato, koncepcijata na optimalnata likvidnost podrazbira formirawe rezervni likvidni sredstva. Potrebata od sozdavawe na ovie sredstva proizleguva od neizvesnosta vo pogled na nastanite {to }e se slu~at vo idnina. Imeno, vo pazarni uslovi, korporacijata donesuva odluki {to se zasnovani na realno prou~uvawe na stopanskite dvi`ewa i na sostojbite na pazarot {to se o~ekuva da nastanat vo idnina. Me|utoa, potpolna sigurnost vo predviduvaweto na idnite tekovi na raboteweto e mnogu te{ko da se ostvari, osobeno vo sferata na finansiskoto rabotewe i vo opredeluvaweto na prilivot i odlivot na finansiskite sredstva vo idnina. Formiraweto likvidna rezerva ovozmo`uva namaluvawe na nesigurnosta i gi amortizira {tetnite posledici {to korporativното pretprijatie mo`e da gi ima koga e nelikvidno.

Pritoa, osnovno pra{awe e opredeluvaweto na optimalniot iznos na rezervni likvidni sredstva. Toj e determiniran od motivite {to treba da se postignat so koristeweto na ovie sredstva. Motivite mo`at da bidat: delovni, sigurnosni i {pekulativni.⁹⁷

Delovnite motivi se dol`at na faktot {to zaradi karakterot na delovniot proces prilivot na

⁹⁷ D-r Branko Trajkoski: "Politika na likvidnosta na pretprijatijata", II

simpozium "Smetkovodstvoto i delovnite finansii vo sovremeni uslovi

na stopanisuvawe", zbornik na trudovi "Organizacija na smetkovodstvenata i finansiskata funkcija vo pretprijatijata", Sojuz

na smetkovodstvenite i finansiskite rabotnici na Makedonija , Struga ,

oktomvri 1990 god. , str. 109

likvidnite sredstva, nitu po obem, nitu pak po dinamika, ne mo`e da bide apsolutno usoglasen so odlivot. Tokmu zaradi ovaa neusoglasenost, korporaciite se dol`ni da sozdavaat i ~uvaat opredelen iznos na rezervni likvidni sredstva so koj{to }e mo`at da gi pla}aat obvrskite vo momentot na nivното stasuvawe.

Motivot na sigurnosta za ~uvawe rezervni likvidni sredstva se dol`i na pretpostavkite deka mnogu nesigurno e ostvaruvaweto na planiraniot priliv i odliv na likvidnite sredstva vo idnina. Imeno, vo praktikata mnogu ~esto se slu~uva odlivot na likvidnite sredstva da bide pogolem ili, pak, prilivot na likvidnite sredstva da bide pomal od planiraniot. Tokmu zaradi ova, a so cel da se obezbedi optimalna, odnosno zadovolitelna likvidnost treba da se sozdadat rezervni likvidni sredstva so koi{to korporacijata }e mo`e da gi izmiri stasanite obvrski.

Pokraj navedenite motivi, sozdavaweto na rezervni likvidni sredstva mo`e da bide motivirano i od {pekulativni pri~ini. Ova osobeno toga{ koga se o~ekuvaat opredeleni sostojbi vo pogled na cenite i kamatnite stapki. Taka, na primer, koga korporacijata o~ekuva zgolemuwawe na cenata na surovinite i materijalite, toga{ so raspolo`livite rezervni likvidni sredstva mo`e da nabavi poevtini surovini i materijali i, na toj na~in, da ja zgolemi dobivkata. Isto taka, koga se o~ekuva zgolemuwawe na kamatnite stapki, taa mo`e raspolo`livite rezervni likvidni sredstva da gi plasira na pazarot na pari i, na toj na~in, da go zgolemi svojot finansiski rezultat.

I pokraj razli~nite motivi za formirawe rezervni likvidni sredstva, sepak, vo osnova, treba da se po~ituva op{toto pravilo spored koe rezervnite likvidni sredstva mora da bidat vo takov iznos {to }e bide dovolen za intervencija pri site mo`ni oscilacii i naru~uvawa na tekovite na likvidnite sredstva. Pritoa, posebno vnimanie zaslu`uvaat faktorite {to ja opredeluvaat plate`nata sposobnost na korporacijata i intenzitetot na nivното vlijanie, ne samo vrz iznosot na likvidnite sredstva, tuku i vrz dinamikata na nivnata transformacija i usoglasuvawe so rokovite na stasuvawe na obvrskite.

6. Analiza na finansiskata sigurnost

Od teoretski i aplikativen aspekt finansiskata sigurnost se nabqduva kako: finansiska sigurnost na korporativното pretprijatieto i finansiska sigurnost za kreditorite.⁹⁸

Finansiska sigurnost na korporacijata se definira kako finansirawe {to obezbeduva kontinuirano, vo ramkite na planskite predviduvawa, nesmetano izvr{uvawe na zadatite, nezavisno od toa dali eden del od sredstvata {to poteknuva od tu|i izvori treba da bide vraten ili ne na finansierite.

Finansiska sigurnost za kreditorite se definira kako mo`nost na korporacijata da gi isplatuva svoite obvrski. Ovaa mo`nost ne mora sekoga{ vremenski da se poklopuva so rokot na vtasuvawe na obvrskite prema tu|ite sredstva. Spored toa, za finansiskata sigurnost e bitno da postojat mo`nosti sredstvata da bidat vrateni na kreditorite.

Vrz osnova na vakvoto definirawe na finansiskata sigurnost mo`e da se zaklu~i deka poimot finansiska sigurnost e po{irok od poimot likvidnost, bidej|i za likvidnosta e bitno obvrskite prema kreditorite da se ispla}aat vo predvideniot rok, odnosno vo rokot na nivnoto vtasuvawe.

⁹⁸ Prof. Todor Stojanovi}: "Formirawe i ispituvawe finansiske

situacije u organizacijama udru`enog rada" vo knigata: "Finansiska

funkcija u organizacija udru`enog rada" od grupa avtori - vo redakcija

na D-r Rudolf Crnkovi} , "Informator" , Zagreb , 1980 god. , str 155.

I pokraj ovaa razlika, sepak me|u likvidnosta i finansiskata sigurnost postoji kauzalna povrzanost. Imeno, kolku likvidnosta e pogolema tolku e pogolema i sigurnosta i obratno, kolku finansiskata sigurnost e pogolema tolku e pogolema i likvidnosta. Iako, ovie dva termini me|usebno se uslovuvaat i isprepletuvaat, sepak, treba da se istakne deka mo`e da se zboruva za finansiska sigurnost i toga{ koga korporacijata, vo momentot na vra}aweto na tu|ite sredstva, ne e likvidna i ako pritoa istata korporacija e vo sostojba tu|ite sredstva da gi vrati vo eden od dopolnitelno utvrdenite rokovi ili po specijalno prezemenite merki. Spored toa, bitniot kvalitet na finansiskata sigurnost e vo toa {to tu|ite sredstva mo`at da se vratat i {to kreditorot ne mo`e da gi izgubi.

Finansiskata sigurnost, zavisi od: ⁹⁹

- finansiskata samostojnost;
- finansiskata zadol`enost;
- stabilnost vo finansiraweto;
- procesot na reprodukcijata;
- pokrienost na obrtnite sredstva so sredstva na rezervite.

Finansiska samostojnost se definira kako nezavisnost na korporacijata od tu|i izvori, bidej|i celokupnoto finansirawe toa go vr{i od sopstveni izvori. Koga stanuva zbor za finansiskata samostojnost treba da se istakne deka taa ne mo`e da se ostvari idealno, odnosno 100%, bidej|i obvrskite vo raboteweto se neizbe`ni.

Pojduvaj|i od vakvoto definirawe na finansiskata samostojnost taa mo`e da se izrazi so slednava formula:

$$\frac{\text{Sopstveni izvori na finansiraw}}{\text{Vкупni izvori}} \times 100$$

Finansiskata zadol`enost se definira kako sprotivna sostojba od finansiskata samostojnost, bidej|i taa poka`uva u`estvo na sredstvata od tu|i

⁹⁹ Prof. Todor Stojanovi} , citirano delo , str. 581.

izvori vo finansiraweto na reprodukcioniot proces. Taa se presmetuva po slednava formula: ¹⁰⁰

Pozajmeni nadvore{ni izvori na sredstva H 100

Vkupni izvori na sredstva

Zadol`enosta vlijae vrz sigurnosta na doveritelite, na avtonomnosta na dol`nikot i negovata rentabilnost ili poto~no, na rizikot pri ostvaruvawe na finansiski rezultat. Dokolku zadol`enosta e golema, toga{ golem e i rizikot na doveritelot, bidej}}i ako zagubata go premine nivoto na sopstveni kapital na dol`nikot, toga{ doveritelot nema da mo`e da gi isplati svoje pobaruvawa od pri~ina {to dol`nikot go izgubil sopstveni kapital i del od pozajmeni kapital vo visina na rizikot pome|u zagubata i sopstveni kapital. Od tie pri~ini doveritelite vodat smetka za zadol`enosta na idniot dol`nik, izbegnuvaj}}i gi pritoa rizi~nite dol`nici, ili pak go namaluvaat stepenot na rizik po pat na hipoteka na nedvi`en imot garancija od tretii lica i t.n.

So visinata na zadol`enosta raste i finansiski rizik pri ostvaruvaweto na pozitivni finansiski rezultat. Imeno, tro{ocite na finansirawe po pravilo se fiksni tro{oci i ottuka sekoga{ postoji rizik dali }e bida celosno pokrieni. Toj rizik e pogolem dokolku e pogolema zadol`enosta bidej}}i visinata na tro{ocite na finansiraweto zavisi od visinata na pozajmeni kapital i kamatnata stapka na finansiski pazar. Poradi toa, vo interes na dol`nikot e negovata zadol`enost da bide {to pomala bidej}}i samo na toj na~in mo`e da gi namali tro{ocite na finansirawe, so ogled na toa deka na visinata na kamatnata stapka objektivno ne mo`e da vlijae.

Na pra{aweto: koja e taa zadol`enost koja e prifatлива i za dol`nikot i za doveritelot odgovorot e: tradicionalno finansisko pravilo e odnosot pome|u sopstvenikot i pozajmeni kapital da bide 1: 1, {to zna~i dru{tvoto da se finansira 50% od sopstven

¹⁰⁰ Prof. d-r Todor Stojanovi}, citirano delo, str. 581

kapital, a 50% od dugovi. Međutod, sovrementata finansiska teorija ne go prifa}a ova tradicionalno pravilo, bidej}}i praksata poka`ala deka prifatliviot odnos pome}u sopstveniot i pozajmeniot kapital zavisi od organskiot sostav na sredstvata, od visinata na stapkata na inflacija, rentabilnosta i likvidnosta.

101

Organskiot sostav na sredstvata, kako odnos na osnovnite i obrtnite sredstva, i koga vlo`uvawata vo osnovni sredstva se visoki potrebno e pomestuvawe na strukturata na izvorite na finansirawe vo korist na sopstveniot kapital i obratno. Imeno, pri pogolemi vlo`uvawa vo osnovni sredstva, visoka e i amortizacijata, taka {to vkupnite fiksni tro{oci i rizikot pri ostvaruvaweto na pozitivniot finansiski rezultat }e bidat pomali samo so zgolemuwawe na sopstveniot kapital. Vo sprotiven slu`aj, koga se niski vlo`uvawata vo osnovni sredstva, niska e i amortizacijata, so {to pretprijatieto mo`e da prihati pogolemi zadol`uvawa, a so toa i pogolemi tro{oci na finansirawe bez zna`ajno zgolemuwawe na rizikot pri ostvaruvawe na pozitiven finansiski rezultat.

Vo uslovi na visoka inflacija, kamatnite stapki mo`at da bidat realno negativni (poniski od stapkata na inflacija) i realno pozitivni (povisoki od stapkata na inflacija). Ako kamatnite stapki se realno negativni, doveritelite ostvaruvaat inflatorni zagubi na svoite pobaruwawa, so {to korporativното pretprijatie mora da se stremi kon finansirawe od sopstven kapital, bidej}}i objektivno ne mo`e da pozajmi tu} kapital. Ako kamatnata stapka e realno pozitivna, predizvikuva visoki tro{oci na finansirawe i go zagrozuva ostvaruvaweto na pozitivniot finansiski rezultat, so {to korporativното pretprijatie e povtorno stimulirano {to pove}e da se finansira od sopstveni izvori.

Visokata rentabilnost i permanentnata likvidnost ovozmo`uvaat pomestuvawe na strukturata na kapitalot kon pozajmeniot kapital, bidej}}i toa go smaluva rizikot na doveritelite, sopstveniot kapital

¹⁰¹ D-r Jovan Radi}: "Poslovne finansije", Ekonomika , Beograd , 1991 god. , str. 335.

raste vrz osnova na pozitiven finansiski rezultat, korporativното pretprijatie navreme gi pla}a obvrskite i ja zgolemuva doverbata kaj doveritelite za svojot krediten bonitet.

Prethodno spomenatite ~etiri faktori koi vlijaat na nivoto na zadol`enost (organskiot sostav na sredstvata, visinata na stapkata na inflacija, rentabilnosta i likvidnosta) imaat sprotivni dejstva. Imeno, visokiot organski sostav na sredstvata i visokata inflacija baraat zgolemuwawe na sopstveni kapital, dodeka visokata rentabilnost i permanentnata likvidnost dozvoluwaat zgolemuwawe na pozajmeni kapital. Ottuka, logi~no e da se zapra{ame: koi faktori se presudni za ocenka na prifatlivata zadol`enost? Presudni se organskiot sostav na sredstvata i visinata na stapkata na inflacija, bidej}i tie imaat primarno vlijanie, dodeka likvidnosta i rentabilnosta imaat sekundarno vlijanie na prifatlivata struktura od aspekt na sopstvenost.

Vo praktikata, naj~esto, kako pokazатели na finansiskata stabilnost se predlaga da se koristat slednive odnosi: ¹⁰²

Sopstveni izvori na korporacijata i dolgoro~ni tu|i izvori h 100

Vkupni

izvori na sredstva

Planski izvori na osnovni sredstva × 100

Vkupni izvori na osnovni sredstva

Otplati na kreditite za osnovni sredstva × 100

Iznos na sredstvata na amortizaci ja

Planski izvori na obrtnite sredstva × 100

Vkupni izvori na obrtni sredstva

¹⁰² Prof. Todor Stojanovi} , citirano delo , str. 582 - 586.

Kratkoro~ni krediti za obrtni sredstva h 100

Vkupni izvori na obrtni sredstva

Obvrski za obrtni sredstva $\times 100$

Vkupni izvori na obrtni sredstva

Procesot na reprodukcija e mnogu va`en faktor za finansiskata sigurnost, bidej{i taa e uslovena od negovoto normalno izvr{uvawe. Za normalното izvr{uvawe na procesot na reprodukcijata se planiraat opredeleni finansiski sredstva. Dokolku vo toj proces nastane nekoe naru{uvawe (na primer, nabavkite, proizvodstvoto ili realizacijata traela podolgo od predvidenoto), toga{ i cirkulacijata na finansiskite sredstva }e bide pobavna. Imeno, so istite sredstva so koi{to se raspolaga }e se postigne pomal efekt, }e se javi natrupuvawe na oddelni vidovi zalihi {to, od druga strana, ima za posledica neblagovremena transformacija na sredstvata od materijalen vo pari~en oblik. Kako rezultat na toa se javuva naru{uvawe vo ispla}aweto na obvrskite.

Za da se utvrdi vlijanieto na procesot na reprodukcija vrz finansiskata sigurnost treba da se konstatira brzinata na transformacijata na oddelnite vidovi sredstva, kako i goleminata na oddelnite vidovi sredstva {to se anga`iraat vo raboteweto, i toa preku strukturata na aktivata. Ovaa struktura }e poka`e kaj koi vidovi sredstva do{lo do nenormalni golemi i do naru{uvawe na odnosite me|u niv.

Pojavata na negativen finansiski rezultat (zaguba) na krajot na delovniot proces e najdobar primer za vlijanieto na procesot na reprodukcijata vrz finansiskata sigurnost. Dokolku zagubata ne se pokrie so novi delovni sredstva (od sredstvata na rezervite ili po pat na dobivawe novi krediti) toa }e se reperkuira vrz namaluvaweto na delovnite zada~i, odnosno vrz neblagovremenoto likvidirawe na obvrskite i sl.

Pokrivaweto na obrtnite sredstva se rezervni sredstva, vsu{nost, pretstavuva obezbeduvawe obrtni sredstva od sredstvata na rezervniot fond vo onie

slu~ai koga vo raboteweto e poka`ana zaguba. Bidej}}i so zagubata se izgubeni, vo prv red, obrtni sredstva, a so toa se namaluva finansiskiot potencijal za izvr{uvawe na delovnite zada~i, odnosno se namaluva finansiskata sigurnost, nedostigot - izgubenite sredstva - se nadomestuva od sredstvata na rezervite {to se izdvoeni za ovie celi vo onie godini koga korporacijata ostvaruvala pozitiven finansiski rezultat. Na ovoj na~in, visinata na potrebnite obrtni sredstva se vra}a na normala, a so toa se ovozmo`uva normalno izvr{uvawe na delovnite zada~i i podobruvawe na finansiskata sigurnost na korporacijata.

7. Celi i zada~i na principot na rentabilnosta

So reafirmacijata na elementite na sistemot na pazarnata ekonomija se nametnuva potrebatata od redefinirawe na motivite za stopanisuvawe i kategoriite za iska`uvawe na efikasnosta na stopanskite subjekti. Soodvetno na toa su{tinata i na~inot na iska`uvawe i merewe na rentabilnosta pretrpuva izmeni svojstveni na standardite na pazarnata ekonomija i pritoa kako osnovna pojdovna kategorija za kvantificirawe na rentabilnosta se zema profitot (dobivkata). Na toj na~in se sozdavaat pretpostavki za sogleduvawe na celta na principot na rentabilnosta koj{to treba da se prou~uva preku slednive komponenti i odnosi:

- globalen odnos me|u profitot (dobivkata) i anga`iranite sredstva;

- parcijalni odnosi me|u elementite na profitot (dobivkata) i elementite na anga`iranite sredstva; i

- analiza i kvantifikacija na faktorite {to ja opredeluvaaat goleminata, strukturata i dinamikata na ostvareniot profit (dobivka), odnosno goleminata i dinamikata na anga`iranite sredstva od druga strana.

Poa|ajji od konstatacijata deka sostaven del na kompleksot na rentabilnosta pretstavuvaat anga`iranite sredstva, neophodno e da se sogleda ne samo obemot na vlo`uvaweto i anga`iraweto na tie sredstva, tuku i intenzitetot na nivnoto koristewe i tro{ewe. Pritoa, iznosot na prose~no anga`iranite i vlo`eni sredstva go determiniraat dve golemine, i toa:

- iznosite na sredstvata {to se anga`irani i vlo`eni vo oddelnite ciklusi na procesot na proizvodstvo; i

- vremetraaweto na nivnoto anga`irawe.

Aplikacijata na principot na rentabilnosta na nivo na oddelnite korporativni pretprijatija ja potvrduva celta i motivot na pretprijatiето {to so ovoj princip treba da se ostvarat. Na dolg rok rentabilnosta se manifestira kako maksimizirawe na finansiskiот rezultat so minimalni vlo`uvawa na kapital (sredstva). Pritoa, iska`uvaweto na

rentabilnost na osnovu na odnosot me|u dobivkata i kapitalot, odnosno vlo`enite sredstva ja potencira potrebata od precizirawe na vidot na kapitalot {to }e pretstavuva pojdovna osnova za merewe na rentabilnost. Vo ramkite na finansiskata analiza, a vo funkcija na zgolemuwaweto na rentabilnost, osobeno interesen e pozajmeniot kapital koj{to, preku visinata na tro{ocite za finansirawe (kamatite), vlijae vrz namaluvaweto na krajnite efekti i vrz ostvarenata rentabilnost.

Od prethodnoto proizleguva deka edna od zada~ite na finansiskata politika pretstavuva namaluvaweto na cenata na izvorite za finansirawe so {to }e se sozadatat pretpostavki za odr`uvawe na finansiskata ramnote`a i stabilni odnosi vo finansiraweto.

Vo ekonomskata teorija {to ja prou~uva problematikata na delovnite finansii, stabilni odnosi vo finansiraweto ili finansiska stabilnost se postignuva toga{ koga iznosot na dolgoro~no imobilizirane sredstva e ednakov na iznosot na dolgoro~nite izvori na sredstva. Analizata na finansiskata sigurnost, kako eden od faktorite {to ja uslovuva rentabilnost, tangira pove}e problemi, a osobeno problemite vo vrska so:

- definiraweto na dolgoro~no vlo`enite sredstva;
- odnosot me|u sopstveni i dolgoro~no pozajmeniot kapital, i
- reproduktivnata sposobnost.

Prethodnite kategorii treba da se sledat i prou~uvaat permanentno i vo nivnata dinamika. Bidej{i finansiskite izve{tai, zaradi nivnata stativnost i istoriskata komponenta ne go ovozmo`uvaat toa, se javuva potreba od izrabotka na bilansi na tekovite na parivnite sredstva. Ovie bilansi imaat uloga da gi sledat promenite vo obemot i strukturata na sredstvata i izvorite vo nivnata dinamika (me|u dva bilansa na sostojbata) pa zatoa pretstavuvaat dobra podloga za kvalitetni delovni i finansiski odluki so koi{to }e se zgolemuva stepenot na mobilizacijata na sredstvata, od edna i }e se izberat takvi izvori za

finansirawe {to }e ovozmo`at minimalni tro{oci na ime kamati i zgolesena rentabilnost.

Site ovie prethodno navedeni aktivnosti imaat krajna cel: zgolemuwawe na iznosot na dobivkata (profitot) kako ekonomska kategorija {to ne e samo rezultat (posledica) na rentabilnoto rabotewe, tuku pretstavuva i faktor (pri~ina) za zgolemuwawe na rentabilnosta. Taa svoja uloga dobivkata ja ostvaruva preku delot {to se izdvojuva od nea za akumulacija.

Vo interes na dolgoro~nite razvojni celi, so finansiskata politika treba da se ovozmo`i takva politika na raspredelba na dobivkata so koja{to taa, vo najgolem del, }e se akumulira. Na toj na~in }e se ovozmo`i vo idnina da se podobri sopstveni~kata struktura na kapitalot i da se postigne ne samo optimalna finansiska struktura, osobeno finansiska ramnote`a na dolg rok, tuku i perspektivna likvidnost.

8. Analiza na rentabilnosta

Sekoja korporacija za da postigne celosen uspeh vo svoeto rabotewe, treba da vodi smetka za napravenite tro{oci vo odnos na proizvodstvoto (ekonomi~nosta), za anga`iraweto na rabotnata sila vo odnos na ostvarenoto proizvodstvo (produktivnosta) i svoje zada~i da gi ostvaruva so {to pomala koli~ina anga`irani sredstva. Toa barawe - rezultatite od procesot na raboteweto da se ostvarat so {to pomala masa anga`irani sredstva - go pretstavuva principot na rentabilnosta. Zna~i rentabilnosta go odrazuva kone~niot deloven uspeh na sekoja korporacija.

Principot na rentabilnost po definicija bara da se ostvari {to pogolema dobivka (profit) so {to pomalo anga`irawe sredstva vo reprodukcijata. Rentabilnosta kako parcijalen izraz na kvalitetot na ekonomijata ja izrazuva efikasnosta na anga`iranite sredstva vo sozdavawe na dobivkata. Formulata za iska`uwawe na rentabilnosta e: ¹⁰³

¹⁰³ Vidi: d-r Liljana Vidu~i}: "Finansiski menaxment", Ekonomski

fakultet - Zagreb, 2003god. str. 374

$$R = \frac{\text{dobivka}}{\text{anga`irani sredstva}} = \frac{D}{S}$$

Rentabilnosta, od aspekt na ostvarenata dobivka, zavisi od visinata na ostvareniot vkupen prihod, potoa od goleminata na materijalnite tro{oci na reprodukcijata, anga`iranite sredstva i od samiot ciklus na reprodukcija.

Goleminata na vkupniot prihod vlijae vrz rentabilnosta ako korporacijata celosno gi iskoristuva kapacitetite i proizvodstvoto go prodava po proda`ni ceni {to }e ñ ovozmo`at profit (dobivka) i obratno, so namaleno koristewe na kapacitetite se namaluva i vkupniot prihod, a so toa i dobivkata (profitot) {to za posledica ima pomala rentabilnost. Vkupniot prihod e vo zavisnost i so proda`nata cena, pa zatoa ako se ostvari poniska proda`na cena se namaluva vkupniot prihod, odnosno se namaluva rentabilnosta.

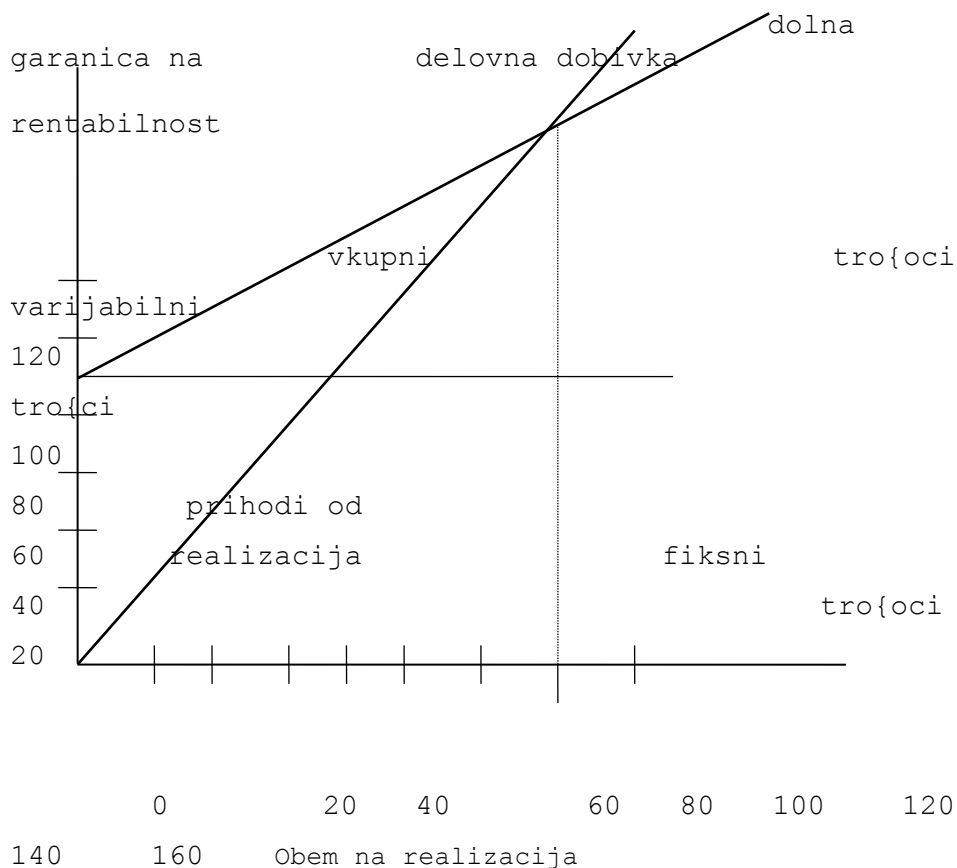
Bidej}}i rentabilnosta pretstavuva odnos me|u ostvarenata dobivka od edna strana i anga`iranite sredstva od druga strana, problemot na nejzinoto merewe }e zavisi od to~noto iska`uvawe na nivnite golemini.

Taa, pred si, e pokazatel na delovniot uspeh. Ottuka na dru{tvata im se nalo`uva da raspolagaat so metod preku koj{to }e mo`at da dadat to~ni podatoci za postignatiot uspeh, odnosno }e mo`at da imaat to~na pretstava za dimenziite na postignatite rezultati. Nastojuvawata za produktivno i ekonomi~no rabotewe imaat soodvetni efekti vrz rentabilnosta na raboteweto. Merkite {to se prezemaat za zgolemuwawe na produktivnosta i ekonomi~nosta direktno vlijaat vrz dobivkata, nejzinata golemina direktno vlijae vrz stepenot na rentabilnosta.

Pokazatelite na rentabilnosta mo`at da bidat grupirani kako parcijalni i globalni, odnosno sinteti~ki. Prvite se odnesuvaat na stapkata na delovnata i neto dobivka, ~ija {to analiza i utvrduwawe se vr{i isklju~ivo vrz osnova na periodi~nite bilansi na uspehot. Vtorite pokazатели ja opfa}aat stapkata na prinos na vkupnite sopstveni sredstva, {to immanentno pretpostavuva deka za nivnoto

utvrduvawe i analiza e neophodno da se koristat bilansot na uspehot i bilansot na sostojbata.

Bilansot na uspehot treba da bide taka strukturno postaven da ovozmo`i analiza na me|uzavisnosta na prihodite, rashodite, me|ufaznite i kone~nite rezultati od raboteweto na korporativното pretprijatie za konkretniot vremenski period. Taa analiza mo`e da ima dva razli~ni aspekti. Edniot se zanimava so ispituvawe na relativното u~estvo na pooddelni segmenti od rashodite i rezultatite od ostvarenite prihodi od prodabata. Ovaa analiza obi~no se narekuva racio analiza na bilansot na uspehot. Vtoriot aspekt se odnesuva na dinami~kata kombinacija na fakturite od koi zavisi razlikata pome|u prihodite i rashodite, delovната i neto dobivkata. Ovaa analiza se slu`i so metodologijata na prelomnata to~ka odnosno grafikonot na rentabilnosta, koj mo`e da se prika`e na sledniov na~in:



Grafi~ki prikaz 3: Grafikon na rentabilnosti ¹⁰⁴

Prvata informacija koja{to ja dava ovoj grafikon se odnesuva na to~kata na presek na linijata na vкупniot prihod i vкупnite tro{oci, vo koja{to delovната dobivka e ednakva na nula. Vo vakov slu~aj korporacijata ja dostignuva samo dolnata granica na rentabilnosta, pri {to obemot na realizacija mo`e da se presmeta po slednava formula:

¹⁰⁴Vidi: d-r Liljana Vidu~i}, citirano delo, str. 387

Dolna granica na rentabilnost =

$$1 - \frac{\text{fiksni tro{oci} + varijabilni tro{oci}}{\text{prihodi od prodaba}}$$

Kombinacija na faktorite, {to obezbeduva samo nadopolnuvawe na redovnite tro{oci, pretstavuva minimalen uslov za egzistencija {to zna{i deka so utvrduvawe na dolnata granica na rentabilnosta ne se iscrpuva analiti{kata smisla na grafikonot na rentabilnosta. Naprotiv, negovata zada{a se sastoi vo nastojuvaweto da se ostvari optimalna kombinacija na odnosnite faktori, so cel maksimizirawe na delovната dobivka.

Celta mo{e da bide osnova pri strukturiraweto na bilansot na uspehot, odnosno pri utvrduvaweto na redosledot na nadoknaduvawe na tro{ocite so periodi{nite prihodi od realizacijata. Takvata struktura na bilansot na uspehot, konkretno, postoji vo sistemot na presmetka po varijabilni tro{oci (Direct Costinq), vo koja{to varijabilnite tro{oci se nadohnaduvaat srazmerno na realizacijata na proizvodite i uslugite, dodeka fiksnite tro{oci vo celost palaat na teret na tekovnite prihodi.

Najop{t finansiski pokazatel na rentabilnosta pretstavuva stapkata na vkupnite delovni sredstva koja, vo finansiska - smetkovodstvena smisla, e periodi{en prirast na vkupnite delovni sredstva koi se koristen i za izvr{uvawe na redovnite delovni aktivnosti na korporativното pretprijatie vo istiot period. Soglasno so toa, stapkata na prinos na vkupnite delovni sredstva mo{e da se dobie direktno od sledniov odnos:¹⁰⁵

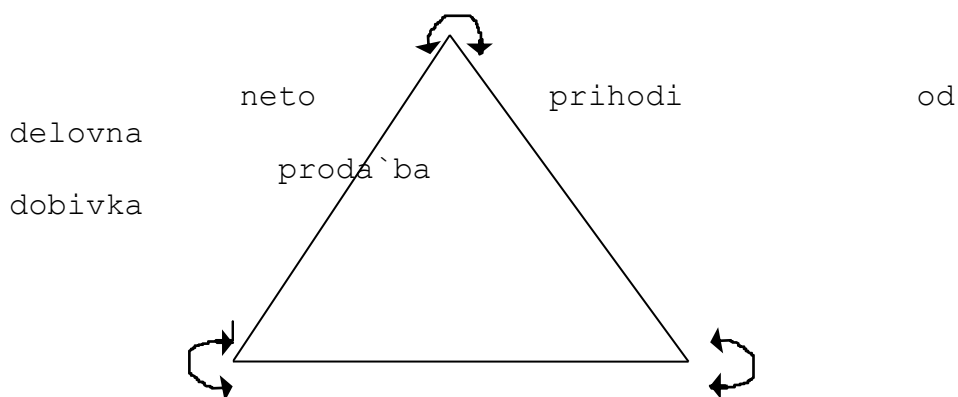
delovna dobivka

¹⁰⁵ Vidi: m-r Branko Quti i m-r Du{an Milije{evi}: "Finansiski koeficienti sa metodologijom za ocenu boniteta", IMAG, Beograd, 1991 god. , str. 33 - 43.

Stapka na prinos na vkupnite delovni sredstva = $\frac{\text{prose~ni delovni sredstva}}{\text{prose~ni delovni sredstva}}$

Ovaa stapka treba da poka`e kolkav prirast ostvaruvaat prose~no vlo`enite delovni sredstva vo tekot na nabqduvaniot period. Za relativното zna~ewe na toj prirast mo`e da se zboruva samo vo kontekst na vremenskata i prostornata analiza. Vremenskata analiza upatuva na komparacija na tekovната stapka na prinosite od prethodните periodi, dodeka prostornata analiza podrazbira sporeduvawe na tekovната stapka na prinosite so prinosite od drugite korporativni pretprijatija od ista proizvodna granka, odnosno so prose~ната stapka na prinos na celata granka. Edinstveno vo tie relaciji mo`e da se dobie kompetenten vpe~atok za toa dali i kolku efektivno gi koristi svoje sredstva analiziranoto korporativno pretprijatie.

Me|utoa, analiti~ki gledano, mnogu pozna~aen e onoj izraz na rentabilnoста na delovните vlo`uvawa koj poa|a od poedine~nite determinanti na stapkata na prinos. Toa se slednive determinanti: koeficient na obrt na prose~ните delovni sredstva i stapkata na delovna dobivka vo odnos na prihodite od realizacijata. Nivniot odnos so stapkata na prinos mo`e da se objasni po pat na t.n. triagolna me|uzavisnost vo koja se prisutni neto prihodite od realizacijata, prose~no anga`iranите delovni sredstva i delovната dobivka. Grafi~ki pretstavena ovaa me|uzavisnost izgleda vaka:



prose~ni delovni sredstva

Grafi~ki prikaz 4: Triagolna me|uzavisnost (neto prihodi od prod`ba, delovna dobivka, prose~ni delovni sredstva) ¹⁰⁶

$$\text{Stapka na delovna dobivka} = \frac{\text{Delovna dobivka}}{\text{Neto prihodi od prod`ba}}$$

$$\text{Koeficient na vrteve na sredstvata} = \frac{\text{Neto prihodi od prod`ba}}{\text{Prose~ni delovni sredstva}}$$

$$\text{Stapka na prinos na delovnite sredstva} = \frac{\text{delovna dobivka}}{\text{prose~ni sredstva}}$$

Pretvorena vo oblik na prosta ednakvost, ovaa me|uzavisnost poka`uva deka stapkata na prinos na delovnite sredstva pretstavuva proizvod pome|u koeficientot na obrt na prose~no anga`iranite sredstva i stapkata na delovna dobivka na prihodite od realizacijata. Imeno:

$$\frac{\text{Delovna dobivka}}{\text{Prose~ni delovni sredstva}} = \frac{\text{neto prihodi od prod`ba}}{\text{prose~ni sredstva}} \cdot \frac{\text{delovna dobivka}}{\text{neto prihodi od prod`ba}}$$

¹⁰⁶ Vidi: d-r Gordana Vitanova: "Pazarot na kapital vo sovremenata teorija i praktika i negovite funkcii vo finansiraweto vo pretpriijatijata", Ekonomski fakultet - Prilep, 2000god, str. 174

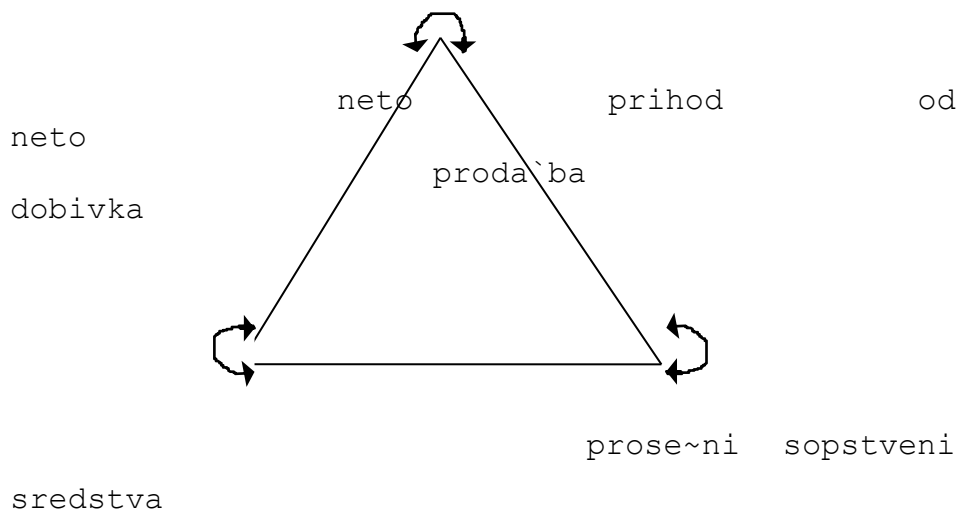
Ova jasno poka`uva deka maksimiziraweto na stapkata na prinos neminovno pretpostavuva postojano zabrzuvawe na obrtot na vkupnite delovni sredstva, kako i zgolemuwawe na stapkata na dobivka na prihodite od realizacijata. Vo ovoj kontekst, analizata treba da poka`e deka so {to pomali vlo`uwawa vo delovni sredstva treba da se ostvari {to pogolem obem i prihod od prodabata, so {to pomali tro{oci na rabotewe (maksimizirawe na stapkata na dobivka), bidej}}i samo na takov na~in mo`e da se vlijae na postojano zgolemuwawe na prinosot na delovnite sredstva kako najop{t finansiski pokazatel na rentabilnosta.

Za razlika od delovnata dobivka koja pretstavuva efekt od raboteweto na vkupnite sredstva, neto dobivkata go poka`uva efektot na vlo`uwawata na sopstveni sredstva. Trgnuvaj}}i od toa deka zgolemuwaweto na sopstveni kapital pretstavuva posebno zna~ajna cel na raboteweto, mo`e da se zaklu~i deka relativniot odnos pome|u neto dobivkata i sopstvenite izvori na finansirawe pretstavuva va`en kvalitativen pokazatel vo finansiskata analiza. Toj relativen odnos se narekuwa stapka na prinos na sopstvenite sredstva koja se utvrduwa na sledniov na~in: ¹⁰⁷

$$\text{Stapka na prinos na sopstveni sredstva} = \frac{\text{neto dobivka}}{\text{sopstveni sredstva}} \text{ prose~ni}$$

Stapkata na prinos na sopstvenite sredstva i stapkata na prinos na vkupnite delovni sredstva mo`e da se objasni preku triagolna me|uzavisnost, koja se pretstavuva so slednava {ema:

¹⁰⁷ Vidi: Prof. d-r Branko Trajkoski: "Delovni finansii so finansiski menaxment", Ekonomski fakultet - Prilep 2002 god., str. 558



Grafi~ki prikaz 5: Triagolna me|uzavisnost (stapka na prinos na sopstvenite sredstva i stapka na prinos na vkupnite delovni sredstva) ¹⁰⁸

$$\text{Stapka na neto dobivka} = \frac{\text{neto dobivka}}{\text{neto prihodi od prodaja}}$$

$$\text{Koeficient na vrteve prodaja na sopstveni sredstva} = \frac{\text{neto prihodi od prodaja}}{\text{prose~ni sopstveni sredstva}}$$

$$\text{Stapka na prinos na sopstveni sredstva} = \frac{\text{neto dobivka}}{\text{prose~ni sopstveni sredstva}}$$

¹⁰⁸ Vidi: d-r Gordana Vitanova , citirano delo , str. 180

prose~ni sopstveni

sredstva

Od ovaa me|uzavisnost proizleguva ednakvost vo koja stapkata na prinos na sopstvenite sredstva se javuva kako proizvod pome|u koeficientot na obrt na sopstvenite sredstva i stapkata na neto dobivka na prihodite od realizacijata. So drugi zborovi ka`ano, toa e sledniov odnos:

$$\frac{\text{Neto dobivka}}{\text{proda`ba}} = \frac{\text{neto prihodi od}}{\text{prose~ni sopstveni}} \\ \frac{\text{H neto prihodi}}{\text{sredstva}} = \frac{\text{prose~ni sopstveni}}{\text{sredstva od proda`ba}}$$

Vrz osnova na prethodno iznesenoto mo`e da se konstatira deka site faktori koi vlijaat na stapkata na prinos na vkupnite sredstva, neposredno i istovremeno se odrazuvaat i na stapkata na prinos na sopstvenite sredstva. Imeno, ovaa stapka pretstavuva del od vkupnite sredstva, i prirastot na sopstvenite sredstva vo procesot na proizvodstvoto i realizacijata ne mo`e da se vr{i po stapka koja e pogolema od stapkata na prinos na vkupnite sredstva.

Me|utoa, praksata poka`uva deka do toa mo`e da dojde vo odredeni slu~ai, pri {to pri~inite ne treba da se baraat vo dejstvoto na faktorite koi ja reguliraat redovната aktivnost na korporativното pretprijatie. Pri~inite treba da se baraat vo odredeni samostojni efekti na finansiraweto od pozajmeni izvori i rentabilnosta na sopstveniот kapital, odnosno vo intenzitetot na dejstvoto na finansiskiот leverix.

Osnovnite ekonomski principi {to stopanskite subjekti treba da gi po~ituvaat za zgolemuвање na rentabilnosta pretstavuvaat pravila kon koi{to mora da se pridr`uvaat pri organizacijata na procesot na reprodukcija, za{to samo na takov na~in mo`at da ostvarat povolni ekonomsko - finansiski rezultati.

Koga ovie pravila se tretiraat od aspekt na nivnata ekonomska soðr`ina stanuva zbor za ekonomskite principi na reprodukcijata. Me|utoa, koga nivniot tretman e povrzan so metodite so ~ija primena treba da se realizira opredelena ekonomska soðr`ina, toga{ stanuva zbor za organizacioni principi na reprodukcijata. Vo taa smisla, vo ekonomskata teorija se prou~uvani trite osnovni ekonomski principi - ekonomi~nosta, produktivnosta i rentabilnosta. Toa se t.n. principi na celta ili principi koi{to gi determiniraat rezultatite {to treba da se dobijaat od procesot na reprodukcijata.

Sogleduvaweto i potenciraweto na kvalitativnite razliki me|u osnovnite ekonomski principi ili kako {to u{te se narekuvaat principi na ekonomskata cel i principite na organizacionite metodi za ostvaruvawe na celta ne proizleguva samo od namerata za sistemati~nost vo nau~niot priod, tuku celta na eden studiozen tretman podrazbira ne samo formulirawe na ekonomskite principi, tuku i razrabotka na metodi so koi{to }e se analizira i kontrolira stepenot na realizacijata na celite na sekoj princip oddelno i vo konkretna situacija. Na toj na~in se ovozmo`uva postavuvawe odnosi i relacii me|u ostvarenite rezultati i vlo`uvawata vo procesot na reprodukcijata. Imeno, principite na likvidnosta i sigurnosta treba da go ovozmo`uvaat ostvaruvaweto na celite na osnovnite ekonomski principi. Toa zna~i deka vo pazarno orientiranite stopanstva, kvalitetot na ekonomijata ne go opredeluvaa samo op{tite ekonomski zakonitosti, tuku vidot i intenzitetot na vlijaniето na bezbroj direktni i indirektni faktori.

Problemite vo vrska so kvalitetot na ekonomijata izrazeni preku principot na rentabilnosta, mo`aat da se alociraat na promenite na dvete agregatni ekonomski soðr`ini i toa: ¹⁰⁹

- profitot i
- anga`iranite sredstva.

¹⁰⁹ D-r Gordana Trajkoska: "Finansiskata struktura i profitabilnosta na pretprijatijata", Ekonomski fakultet - Prilep, 1998 god. , str. 240.

Determiniran od vlijanieto na op{testvenite, tehni~kite i organizacionite faktori, kvalitetot na postignatata rentabilnost se menuva zavisno od toa dali faktorite predizvikuvaaat promeni vrz visinata na ostvareniot profit ili vrz vrednosta na anga`iranite sredstva. Zatoa, dopolnitelen problem pri prou~uvaweto na kompleksot na rentabilnosta pretstavuva ne samo identifikacija na faktorite, tuku i diferencijacijata na dinamikata na ostvarenata rentabilnost {to e posledica od dejstvoto na tie faktori. Diferenciraweto na vlijanieto na faktorite {to predizvikuvaaat promeni vo kompleksot na rentabilnosta, pri nejzinata analiza, sozdava dopolnitelni metodolo{ki problemi. Imeno, promenite {to vlijaat vrz kvalitetot na ekonomijata i pri~inite {to gi predizvikuvaaat tie promeni mora permanentno da se otkrivaat i kvantificiraat za da se ovozmo`i kvalitetno sproveduvawe na celite na principot na rentabilnosta.

Spored toa, problemite na principot na rentabilnosta mo`at da se izrazat kako:

- determiniranost na rentabilnosta od elementite na rezultatite od reprodukcijata i elementite na anga`iranite sredstva vo reprodukcijata;

- kvantitativno izrazuvawe na elementite od kompleksot na rentabilnosta vo zavisnost od faktorite {to go opredeluvaaat;

- sproveduvawe na principot na rentabilnosta vrz osnova na vlijanieto na oddelnite faktori.

Od aspekt na vlijanieto na pazarnite ceni vrz rentabilnosta, osnovnite karakteristiki na toj odnos mo`at da se izrazat, glavno, preku sledново:

- oddelni stopanski granki i dejnosti ostvaruvaaat pobrz tehni~ki progres, a kako posledica na toa doaja do namaluvawe na vrednosta po edinica proizvod. Imeno, vo ovie stopanski granki procesot na namaluvawe na vrednosta po edinica proizvod, odnosno sredstvo za proizvodstvo e pointenziven od istiot toj proces nabqduvan na nivo na nacionalno stopanstvo. Pritoa, cenite na taka proizvedenite sredstva za proizvodstvo ne moraat da se prilagoduvaat na promenata na vrednosta so isto tempo i intenzitet. Vo

ovie stopanski dejnosti i granki formiraweto na pazarnite ceni na sredstvata za proizvodstvo na povisoko nivo od nivnata vrednost pretstavuva trajna, odnosno permanentna pojava. Od druga strana, pak, vo stopanskite dejnosti i granki vo koi{to procesot na razvoj na proizvodnite sili i industrijalizacijata se ostvaruva pobavno, pazarnite ceni na sredstvata za proizvodstvo se formiraat na nivo koe{to e ponisko od nivnata vrednost.

Ekonomskata efikasnost na korporaciite, kako izraz na postignatiot ekonomski kvalitet, analizirana preku stepenot na zadovoluvawe na celite na principot na rentabilnosta, treba da se kvantificira (osven preku vrednosta na ostvareniot profit) i preku vrednosta na anga`iranite sredstva. Vakviot tretman na rentabilnosta ovozmo`uva da se sogleda i prou~i vlijanieto na sredstvata, nabqduvani niz procesite na nivnoto vlo`uvawe, stepenot na nivnoto anga`irawe i intenzitetot na nivnoto tro{ewe niz site fazi od reprodukcioniot proces.

*

* *

Vrsta osnovna na seboj ona (to e prethodno izneseno vo vrsta so finansiskata analiza, mo`am da gi iznesam slednive soznanija:

- Za da se ovozmo`i vrednosna ocenka na finansiskata polo`ba, aktivnostite i uspe{nosta na korporacijata, neophodna e finansiska analiza koja }e se zasnova na standardi, odnosno kriteriumi za relevantna ocenka na finansiskite i delovnite aktivnosti na korporacijata.

- Glavnata poenta na finansiskata analiza da bide svrtena kon ispituvawe i otkrivawe na vnatre{nite rezervi na korporacijata. Toa }e se postigne so permanentna analiza na kratki rokovi, temelna, detalna, seopfatna analiziranost na vkupnite finansiski tekovi, (to }e obezbedi selektivno, koncizno i funkcionalno informirawe.

- Uspe{nata finansiska analiza mora da poala od postavkite i rezultatite na finansiskata politika, bidej}i tie pretstavuvaat kompleksna i nerazdvojna celina, ~ija slo`enost poteknuva od celokupniot proces na reprodukcijata vo site negovi fazi.

FINANSISKIOT REZULTAT NA KORPORACIITE KAKO KRITERIUM ZA NIVNATA USPE[NOST I USLOV ZA NATAMO[EN RAZVOJ

1. Determinanti i metodologija za presmetka na finansiskiot rezultat

Finansiskiot rezultat, spored zakonskite propisi vo golem broj nacionalni ekonomii ne e definiran tuku se definirani oddelni kategorii, kako {to se terminite dobivka ili zaguba i koi{to se prika`uvaat vo bilansot na uspehot.

Imeno, vo bilansot na uspehot se prika`uvaat prihodite, rashodite i finansiskiot rezultat (dobivka ili zaguba). Pod rashodi, soglasno na Zakonot za smetkovodstvo, se podrazbiraat tro{ocite od raboteweto, rashodite na finansiraweto i vonrednite rashodi.

Kapitalnata dobivka se smeta razlikata me|u prodanata vrednost na hartiite od vrednost, opremata i nedvi`niot imot i nivnite smetkovodstveni vrednosti, revalorizirani na denot na prodanata.

Kapitalnata zaguba se smeta razlikata me|u smetkovodstvenata vrednost na hartiite od vrednost, opremata i nedvi`niot imot revalorizirani na denot na prodanata i nivnata prodanata vrednost.

Finansiskiot rezultat se utvrduva kako dobivka ili zaguba pred odano~uvaweto i finansiskiot rezultat kako dobivka ili zaguba po odano~uvaweto.

Analiziraj}i gi determinantite i metodologijata za presmetka na finansiskiot rezultat, kako nu`nost se nametnuva potrebata od analiza na strukturata na vkupniot prihod i na~inot na negovata raspredelba.

a) Struktura na vkupniot prihod

Spored Me|unarnodnite smetkovodstveni standardi, prihodite se bruto prilivi od ekonomski koristi vo tekot na periodite koi proizleguvaat od redovnite aktivnosti na pretprijatieto {to doveduva do zgolemuвање na glavninata, osven onie zgolemuвawa koi se odnesuvaat na pridonesite na u~esnicite vo glavninata.¹¹⁰

Imaj|i go predvid faktot deka redovnite prihodi se ostvaruvaat vrz osnova na prodabata na proizvodite i davawe na uslugite za {to pretprijatieto e i osnovano, sosema e razbirlivo deka u~estvoto na redovnite prihodi vo vkupniot prihod treba da bide dominantno.

Me|utoa, za redovnite prihodi ne e samo bitno da bidat dominantni vo vkupniot prihod, tuku, isto taka, mnogu va`no e na koj pazar tie se ostvaruvaat - na doma{en ili stranski. Dokolku redovnite prihodi, vo pogolem del, se ostvaruvaat vo stranstvo, toga{ konkurentskata sposobnost na pretprijatieto }e bide pogolema.

Kvantitetot i kvalitetot na prihodite od prodaba go determiniraat slednive faktori:

- goleminata na prodabata;
- cenata na ~inewe i prodanata cena;
- asortimanot na prodabata.

Goleminata na prodabata e uslovena od obemot na proizvodstvoto, poto~no od obemot na proizvodite nameneti za prodaba na doma{niot i stranskiot pazar. [to se odnesuva do razlikata me|u prodanata cena i cenata na ~inewe, taa teoretski mo`e da se utvrdi samo dokolku se ispolnети tri uslova:

prvo, da se utvrdi normalnata - planskata cena na gotovite proizvodi i po nea tie da se vodat vo smetkovodstvoto na pretprijatieto;

vtoro, odnapred da se opredeli normalniot finansiski rezultat {to treba da se ostvari pri prodaba; i

¹¹⁰ "Me|unarnodni smetkovodstveni standardi 1999", finansiski konsalting

- Skopje, 1999 god., str. 441 - 462.

treto, da se poznati stvarnata cena na ~inewe i stvarnata proda`na cena.

Dokolku ovie uslovi se ispolneti, toga{:

- vkupniot finansiski rezultat od proda`ba e razlika me|u stvarnata proda`na cena i stvarnata cena na ~inewe;

- delot na finansiskiot rezultat od namaluvaweto na tro{ocite e razlika me|u planskata i stvarnata cena na ~inewe na realiziraneite proizvodi;

- delot na finansiskiot rezultat od uslovite na pazarot e razlika me|u stvarnata proda`na i planskata proda`na cena.

Vo akcionerskite dru{tva, sobranieto na akcionerite odlu~uva za upotrebata na dobivkata prika`ana spored godi{nite smetki. Vo odlukata za upotreba na dobivkata se nabele`uva sekoja poedine~na namena, i toa:

- dobivkata spored bilansot na uspehot,
- iznosot koj treba da mu se daje na sodru`nicite (akcionerite),

- iznosite koi treba da se vnesat vo statutarnite rezervi i dru{tvoto.

- eventualniot prenos na dobivkata vo narednata godina

- mo`ni dopolnitelni izdatoci po odlukata.

Dobivkata se rasporeduva za

- zadol`itelna op{ta rezerva,

- za posebni rezervi zaradi pokrivawe na zaguba,

- za dividenda (soglasno smetkovniot plan za trgovskite dru{tva).

Po odobruvaweto na godi{nite smetki i utvrduvaweto na postoeveto na dobivka za raspredelba, sobranieto go opredeluva delot koj im se dodeluva na sodru`nicite (akcionerite) vo forma na dividenda. Na~inot na pla}awe go utvrduva sobranieto, a ako toa ne go napravi toga{ upravniot odbor na dru{tvoto }e go utvrdi na~inot na pla}awe.

Dividendata se isplatuva najdocna vo rok od 9 meseci po zavr{uvaweto na delovната godina. Po iskluk mo`e da se prodol`i ovoj rok (sudot).

Ako upravniot organ, nadzorniот odbor i sl. po istekot na delovната година, a pred usvojувaweto na годи{nite zavr{ni сметки, soznae deka imotната sostojba na dru{tvoto zna~itelno se vlo{ila, za toa se izvestuva sobranieto, odnosno sodru`nicite.

Vo takvi slu~ai ne se deli delot od dobivkata {to proizleguva od bilansot na uspehot, tuku se prenesuva na soodvetната сметка od сметkovniот plan.

Ako se oceni deka e potrebno zaradi bezbednost na dru{tvoto ili zaradi {to poramnomerna dividenda, sobranieto, odnosno sobiот ili sodru`nicite mo`e da obrazuvaat za dru{tvoto so statutot ili dogovorot i posebna rezerva.

Vo akcionersките dru{tva i dru{tvata so ograni~ena odgovornost so statutot ili dogovorot za dru{tvoto mo`e da se opredeli sekoj akciner, odnosno sopstvenik na udel, delot od dividendata da go добие vo pari, ili vo akcii udeli.

Ponudata za pla}awe na dividendata ili na akontaciите vrz dividendata odnosno udelite mora da bide ponudena vo isto vreme na site akcioneri, odnosno na sopstvenicite na udeli.

b) Rasporeduvawe na vkupniот приход

Od vkupniот приход se nadomestuvaat slednive rashodi koi{to treba oddelno da se analiziraat:

- **Tro{ocite za materijal, energija i uslуги.**
- **Prete`no fiksnite tro{oci i**
- **Tro{ocite na finansiraweto.**

Vo ovoj kontekst zna~ajno e da se posveti vnimanie na analizata na vkupniот finansiski rezultat vo forma na neto dobivka (akumulacija) odnosno загуба, koj dekomponiran спрема izvorite izgleda vaka:

Opis	2002	2003
1. Redovni prihodi		
2. Prihodi od finansirawe	8.902	109.631
3. Vonredni prihodi	17	
4. Vкупen приход	15	41.169
5. Redovni rashodi so danoci i plati od dobivkata bez rashodi na finansirawe	8.934	261
		151.061

6. Rashodi na finansirawe	8.709	
7. Vonredni rashodi	141	
8. Vkupno rashodi (5 do 7)	30	20.538
9. Finansiski rezultat od redovnite prihodi (1-5)	8.880	140.745
	193	2.989
10. Finansiski rezultat od finansiraweto (2-6)	-	
	124	164.273
11. Finansiski rezultat od vonrednite prihodi (3-7)	-15	
	54	89.093
12. Vkupno finansiski rezultat		-
		99.577
		-
		10.484
		-
		2.728

Tabela 1: Struktura na finansiskiot rezultat ¹¹¹

Spored ovaa struktura na finansiskiot rezultat evidentno e deka vo 2002 god. toj e pozitiven od redovnite prihodi, a negativen od finansiraweto od vonrednite prihodi i toa za pomal iznos od pozitivniot finansiski rezultat od redovnite prihodi, taka {to slobodno mo`e da se zaklu~i deka vkupniot finansiski rezultat na firmata e pozitiven i iznesuva 54 denari (neto finansiski rezultat).

Za razlika od 2002 god., vo 2003 god. finansiskiot rezultat od redovnite prihodi e pozitiven, a od finansiraweto i od vonrednite prihodi e negativen i toa za pogolem iznos od pozitivniot finansiski rezultat od redovnite prihodi, taka {to vkupniot finansiski rezultat na firmata e negativen, odnosno bilansot e neuspe{en.

Analiziraj{i gi determinantite za presmetka na finansiskiot rezultat, kako neminovnost se nametnuva potrebata od utvrduvawe na vlijaniето na tro{ocite, odnosno sistemot na nivnoto presmetuvawe vrz finansiskiot rezultat.

Su{tinata na sistemot na presmetka na vkupnite tro{oci, e vo toa {to site tro{oci {to nastanuvaat vo korporativnoto pretprijatie pretstavuvaat i tro{oci na proizvodstvoto, vo naj{iIROKA smisla na zborot. So posredstvo na klasata

¹¹¹ Prof. d-r Branko Trajkoski, citirano delo, str. 753

(4) od osnovniot smetkoven plan, vkupnite tro{oci se prenesuvaat na proizvedenite koli~ini i na toj na~in proizvodite stanuvaat nositeli na direktnite tro{oci, na op{tite tro{oci na proizvodstvoto (izrabotkata) i ostanatite op{ti tro{oci (primer, tro{ocite na slu`bite i sl.)

Vakviot na~in na presmetka na tro{ocite ima opredeleno vlijanie i vrz na~inot za utvrduvawe na finansiskiот rezultat i toa, osobeno, vo negovata prva faza koga finansiskiот rezultat se utvrduva kako razlika me|u vrednosta na realizacijata i tro{ocite na realizirane gotovi proizvodi. Spored toa, modelot za utvrduvawe na finansiskiот rezultat, vo prvata faza, bi bil sledniов: ¹¹²

$$(P_c - T) K_p = F_1$$

kade {to:

P_c - proda`na cena po edinica proizvod;

T - prose~ni tro{oci po edinica proizvod;

K_r - realizirani koli~ini na proizvod;

F₁ - finansiski rezultat vo prva faza.

Prose~nite tro{oci po edinica proizvod se utvrduvaat na toj na~in {to direktnite i op{tite tro{oci se delat so proizvedenite koli~ini. Od prilo`eniov model mo`e da se konstatira deka za razlikata (P_c - T) me|u proda`nata cena i tro{ocite po edinica proizvod mnogu zna~ajna uloga ima obemot na proizvodstvoto. Taka, na primer, ako se pretpostavi deka proda`nata cena e dadena kako nepromeneta golevina, toga{ ostanuva od obemot na proizvodstvoto da zavisi dali toj }e bide tolku golem {to prose~nite tro{oci }e bidat pomali od proda`nata cena po edinica proizvod. Dokolku proda`nata cena e neizmeneta, toga{ od tro{ocite po edinica proizvod, odnosno vo zavisnost od obemot na proizvodstvoto }e zavisi i karakterot na finansiskiот rezultat, t.e. dali toj }e bide pozitiven ili negativen. Taka, ako obemot na proizvodstvoto e zgolemen do taa mera {to tro{ocite po edinica proizvod se pomali od proda`nata cena, toga{ finansiskiот rezultat e pozitiven i obratno, ako obemot na proizvodstvoto e namalen do

¹¹²Vidi: Prof. d-r Branko Trajkoski , citirano delo, str. 743

taa mera {to tro{ocite po edinica proizvod se pogolemi od proda`nata cena, toga{ finansiskiot rezultat e negativen.

Prethodnite razgleduvawa upatuvaat na zaklu~ok deka vo presmetkata na finansiskiot rezultat ne e vku~ena koli~inata na realiziranite proizvodi. Me|utoa, treba da se istakne deka koli~inata na realiziranite proizvodi (Kr) se javuva samo kako multiplikator na finansiskiot rezultat ostvaren po edinica proizvod. Od druga strana, treba da se potsetime deka finansiskiot rezultat po edinica proizvod zavisi od visinata na proda`nata cena i od tro{ocite po edinica proizvod na koi zna~itelno vlijae i obemot na proizvodstvoto. Od seto toa mo`e da se rezimira deka obemot na proizvodstvoto direktno ja uslovuva visinata na prose~nite tro{oci, a so toa vlijae vrz karakterot na finansiskiot rezultat.

Su{tinata na primenata na sistemot na presmetka po varijabilni tro{oci e vo toa {to finansiskiot rezultat e zavisen od obemot na realizacijata, a ne od obemot na proizvodstvoto. Na ovoj na~in, obemot na proizvodstvoto e eliminiran vo smisla na negovoto direktno vlijanie vrz karakterot na finansiskiot rezultat.

Modelot na presmetka na finansiskiot rezultat po sistemot za varijabilni tro{oci bi bil sledniov:¹¹³

$$(Pc - Tv) Kr - Tf = F$$

kade {to:

Pc - proda`na cena po edinica proizvod

Tv - varijabilni tro{oci po edinica proizvod

Kr - koli~ina na realizirani proizvodi

Tf - vkupno fiksni tro{oci

F - finansiski rezultat

Analiziraj{i ja ovaa formula sosema jasno mo`e da se konstatira deka koli~inata na proizvedenite proizvodi ne se javuva vo presmetkata, me|utoa razbirlivo e deka taa koli~ina vlijae vrz finansiskiot rezultat indirektno, bidej{i sekoe

¹¹³Vidi: Prof. d-r Branko Trajkoski , citirano delo , str. 744

pretprijatie ne mo`e da gi prodade proizvode dokolku prethodno ne gi proizvede.

Vo uslovi koga proda`nata cena e pogolema od varijabilnite tro{oci po edinica proizvod, toga{ koli~inata na prodadenite proizvodi }e zavisi od toa dali ostvarenata razlika }e bide dovolna ili ne da gi pokrie vkupnite fiksni tro{oci. Ottuka, od obemot na realizacijata }e zavisi dali }e bide ostvaren pozitiven ili negativen finansiski rezultat.

Vo ovoj sistem na presmetka na tro{ocite, to~kata na pokrivawe na tro{ocite (Kr) bi bila izrazena so obemot na realizacijata, a ne so obemot na proizvodstvoto, i toa na sledniov na~in: ¹¹⁴

$$Kr = \frac{Tf}{Pc - Tv}$$

Sekoja realizacija {to e pomala od onaa {to e iska`ana so to~kata na pokrivawe na tro{ocite za posledica ima negativen finansiski rezultat. Obratno, sekoja realizacija {to e pogolema od onaa {to e prika`ana so to~kata na pokrivaweto na tro{ocite doveduva do prika`uvawe pozitiven finansiski rezultat. Ako ovoj sistem na presmetka po varijabilni tro{oci se sporedi so sistemot na presmetka po vkupni tro{oci mo`e da se konstatira deka vo pogled na karakterot na finansiskiot rezultat vo sistemot na presmetka po vkupni tro{oci toj e determiniran od proizvodstvoto. Vo sistemot na presmetka po varijabilni tro{oci, pak, finansiskiot rezultat e determiniran od obemot na realizacijata.

Apsorpcioniot sistem za presmetka na tro{ocite se karakterizira so toa {to valorizacijata na zalihite na gotovite proizvodi i nedovr{enoto proizvodstvo se vr{i vrz osnova na neposredni - direktni - varijabilni tro{oci na proizvodstvoto, dodeka pak fiksnite tro{oci na zaedni~kite slu`bi i marketingot direktno se vklukuvaat vo presmetkata na finansiskiot rezultat.

¹¹⁴Vidi: Prof. d-r Branko Trajkoski , citirano delo, str. 746

Za razlika od prethodnite sistemi koi{to go favoriziraat obemot na proizvodstvoto (sistemot na presmetka po vkupni tro{oci) i obemot na realizacijata (sistemot na presmetka po varijabilni tro{oci), sistemot za presmetka po apsorpcioni tro{oci ne go favorizira nitu obemot na proizvodstvoto, nitu obemot na realizacijata. Imeno, so primena na sistemot za presmetka po apsorpcioni tro{oci finansiskiot rezultat e zavisen i od obemot na proizvodstvoto i od obemot na realizacijata.

Modelot za presmetka na finansiskiot rezultat vo uslovi na primena na apsorpcioniot sistem za presmetka na tro{ocite bi bil sledniov: ¹¹⁵

$$(Pc - Tvp - Tvzsm - Tfp)Kr - Tfmzs = \pm F$$

kade {to:

Pc - proda`na cena po edinica proizvod

Kr - koli~ina na realiziran proizvod

Tvp - varijabilni tro{oci vo proizvodstvoto po edinica proizvod

Tvzsm- varijabilni tro{oci na marketingot i zaedni~kite slu`bi
po edinica proizvod

Tfp - fiskalni tro{oci na proizvodstvoto po edinica proizvod

Tfmzs-vkupno fiksni tro{oci na marketingot i zaedni~kite
slu`bi.

Ovoj model na presmetka na finansiskiot rezultat upatuvaa na zaklu~ok deka finansiskiot rezultat }e bide pozitiven ako vkupnata razlika me|u proda`nata cena i prose~nite tro{oci na proizvodstvoto, zgolemeni za varijabilnite tro{oci na zaedni~kite slu`bi i marketingot, e pozitivna. Vlijanieto na obemot na proizvodstvoto, preku ovoj sistem za presmetka, se odrazuva vrz karakterot na finansiskiot rezultat preku prose~nite (varijabilni i fiksni) tro{oci napraveni vo proizvodstveniot proces. Spored ovoj sistem na presmetka, obemot na proizvodstvoto ne e favoriziran, nitu pak e

¹¹⁵Vidi: Prof. d-r Branko Trajkoski, citirano delo , str. 750.

zapoštaven. Apsorpcioniot sistem na presmetka na tro{ocite i po karakterot, i po goleminata na finansiskiot rezultat, ne e ednakov so drugite sistemi na presmetka na tro{ocite. Razlikata doa|a od strukturata na tro{ocite, osobeno od goleminata na fiksnite tro{oci vo proizvodstvoto. Dokolku fiksnite tro{oci vo proizvodstvoto pove}e se zastapeni vo vkupnite fiksni tro{oci, i rezultatot }e bide ponegativen.

So pravilniot izbor na sistemot na presmetka na tro{ocite mo`e zna~itelno da se vlijae vrz poobjektivnoto utvrduvawe na karakterot i goleminata na finansiskiot rezultat, koj{to voedno pretstavuva realna osnova za donesuvawe delovni odluki od vitalen interes za raboteweto na korporacijata.

Vrz baza na napravenite istra`uvawa i analizi, smetam deka sistemot na presmetka na finansiskiot rezultat po varijabilni tro{oci najmnogu bi odgovaral za primena vo praktikata vo Republika Makedonija. Toa zna~i deka strogite uslovi na stopanisuvawe ja nametnuvaat potrebata da se proizveduva samo ona {to se bara i {to mo`e da se realizira. Sekako deka zgolemenata realizacija }e obezbedi pogolemo pokrivawe na tro{ocite, a so toa i pogolem finansiski rezultat. Vsustnost, sekoe korporativno pretprijatie svojata biznis strategija treba da ja naso~uva kon pazarot, odnosno realizacijata, zo{to ne e va`no kolku }e proizvedeme, tuku kolku }e realizirame, bidej|i realizacijata e taa koja ostvaruva profit i direktno se odrazuva vrz finansiskiot rezultat.

2. Analiza na rizikot vo ostvaruvaweto na finansiskiot rezultat i na dolnata točka na rentabilnost

So ovaa analiza ne se opfateni vonrednite rashodi i prihodi, od pri~ini {to tie se javuvaat povremeno, t.e. nivnata pojava e od vremen karakter, i na nivното predviduvawe i eventualna pozitivna razlika ne mo`e da se zasnova perspektivata na korporativното pretprijatie. Kvantificiraweto na rizikot za ostvaruvawe na finansiskiot rezultat i na dolnata točka na rentabilnost na edna analizirana korporacija slikovito mo`e da se prika`e na sledniov na~in:

1. Redovni prihodi
2. Varijabilni rashodi*
3. Mar`a na pokrivawe
4. Fiksni i prete`no fiksni rashodi
**
5. Neto rashodi na finansiraweto ***
6. Danoci od rezultatot
7. Deloven rezultat (3 - 4)
8. Bruto finansiski rezultat (7 - 5)
9. Neto finansiski rezultat (8 - 6)
10. Faktor na delovniot leverix
(3/7)

11. Faktor na finansiskiot leverix (7/8)
12. Faktor na vkupniot rizik (10 h11)
13. Procent na u~estvo na mar`ata na pokrivawe vo redovnite prihodi (3/1)*100
14. Potreben redoven prihod za ostvaruvawe neutralna bruto dobivka (4*5)/13
15. Procent na iskoristuvawe na redovnite prihodi za ostvaruvawe neutralna bruto dobivka (14/1)*100

Tabela 2: Rizik na ostvaruvaweto na finansiskiot rezultat i dolnata

to~ka na rentabilnosta ¹¹⁶

* **Varijabilnite rashodi** gi opfa}aat materijalnite tro{oci za energija, uslugi i sl., platite na proizvodstvenite rabotnici

** **Fiksnite i prete`no fiksnite rashodi** ja opfa}aat amortizacijata, potoa prete`no fiksnite materijalni tro{oci i platite na neproizvodstvenite rabotnici

*** **Neto rashodite na finansiraweto** se ednakvi na razlikata me|u rashodite na finansiraweto i prihodite od finansiraweto.

Rizikot vo ostvaruvaweto na finansiskiot rezultat mo`e da se razgleduva kako **deloven i finansiski** rizik.

Delovniot rizik, vsu{nost, pretstavuva neizvesnost vo pogled na ostvaruvaweto na prinosot na vkupno vlo`enite sredstva. ¹¹⁷ Ili so drugi zborovi ka`ano, delovniot rizik ja izrazuva neizvesnosta za ostvaruvawe delovna dobivka kako razlika pome|u redovnite prihodi i varijabilnite rashodi, zgolemena

¹¹⁶ D-r Nenad Vuwak: "Finansiski menaxment (poslovne finansije 3)" ,

Ekonomski fakultet - Subotica, 2001god. , str. 202

¹¹⁷ D-r Branko Trajkoski, citirano delo str. 527

za fiksne i prete`no fiksne rashodi (bez rashodite na finansiraweto). Kvantitativno delovniot rizik se iska`uva so faktorot na deloven leverix, koj se dobiva na sledniov na~in: ¹¹⁸

mar`a na pokrivawe
Faktor na deloven leverix =
finansiski rezultat

(prinos na vkupnite sredstva)

Imajji go predvid faktot deka pri utvrduwaweto na faktorot na deloven leverix vo broitelot e zemena mar`ata na pokrivawe, a vo imenitelot finansiski rezultat, sosema jasno e deka ovoj faktor je bide pogolem dokolku se pogolemi rashodite na periodot i obratno. Visinata na ovoj faktor e uslovena od:

- **globalniot paritet na prodanite i nabavnite ceni.** Kolku ovoj paritet pove`e e naso`en kon prodanata cena, tolku e povisoka mar`ata na pokrivawe, a so toa e ponizok i faktorot na delovniot rizik i obratno;

- **fizi`kata ekonomi`nost na varijabilnite tro{oci.** Imeno dokolku fizi`kiot potro{ok na surovinite, materijalite, energijata i drugite varijabilni tro{oci po edinica proizvod e pomal, toga{ se pomali i varijabilnite rashodi, a pogolema e mar`ata na pokrivawe i so toa ponizok e i faktorot na delovniot rizik i obratno;

- **produktivnosta na proizvodnite rabotnici,** ako produktivnosta na proizvodnite rabotnici e pogolema, toga{ se poniski tro{ocite na trudot, pogolema e mar`ata na pokrivawe, a so toa ponizok e faktorot na delovniot rizik i obratno;

- **stepenot na optimalizacija na strukturata na proizvodstvoto.** Imeno, dokolku strukturata na proizvodniot asortiman pove`e e naso`ena kon proizvodite {to imaat pogolema mar`a na pokrivawe, dotolku e pogolema i vkupnata mar`a na pokrivawe, a

¹¹⁸ D-r Branko trajkoski , citirano delo , str. 386

so toa ponizok e i faktorot na delovniot rizik i obratno;

• **visinata na fiksnite i prete`no fiksnite rashodi.** Niskite fiksni i prete`no fiksni rashodi obezbeduvaat pogolema delovna dobivka, a so toa i faktorot na delovniot rizik e ponizok i obratno.

Dokolku, faktorot na delovniot rizik vo edna korporacija e izrazito nizok, toa naj~esto e posledica na precenuvawe na zalihite na nedovr{enoto proizvodstvo i na gotovite proizvodi, {to sekako se odrazuva na potcenuvawe na rashodite, a me|u niv i na varijabilnite rashodi, {to }e dovede do pogolemo u~estvo na mar`ata na pokrivawe vo redovnite prihodi.

Finansiskiот rizik pri ostvaruvawe na finansiskiот rezultat pretpostavuva neizvesnost za ostvaruvawe na bruto dobivka, pred si, zaradi rashodite na finansiraweto.

Visinata na rashodite na finansirawe zavisi od stepenot na zadol`enosta i va`ekata kamatna stapka. Stepenot na zadol`enosta, pak, ne zavisi samo od visinata na sopstveniот kapital, tuku i od racionalното upravuvawe so sredstvata.

Koga od finansiskiот rezultat, kako prinos na vkupnite sredstva pred presmetkata na danocite i pridonesite od dohodot, se odzemat rashodite po osnov na kamata i nadohnadata za koristewe na sredstva od tretι lica, se dobiva prinosot na sopstvenite sredstva vo apsoluten iznos. Toj prinos ja soдр`i akumulacijata i danocite i pridonesite od dohodot, koi otpa|aat na akumulacijata. Zna~i, toa e finansiskiот rezultat kako prinos na sopstvenite sredstva pred presmetkata na danocite i pridonesite od dohodot na akumulacijata.

Vkupniот rizik, zemaj}i gi predvid i delovniот i finansiskiот rizik, rezultira od neizvesnosta vo ostvaruvaweto na bruto dobivkata, neto dobivkata i prinosot na sopstveniот kapital. Vsuno{t, ovde se raboti za kumulativen vkupen rizik.

Faktorot na slo`eniот leverix kvantitativno go izrazuva vkupniот rizik {to se dobiva alternativno: a) ili kako odnos na mar`ata na pokrivawe i bruto dobivkata; b) ili so mno`ewe na faktorot na delovniот leverix so faktorot na finansiskiот leverix.

Koga ne se menuva paritetot me|u proda`nite i nabavnite ceni faktorot na slo`eniot leverix pretstavuva multiplikator na procentot na promenata na prihodot od proda`ba, so ~ie mno`ewe se dobiva procentot na promenata na bruto finansiskata dobivka, neto dobivkata i stapkata na prinos na sopstveniот kapital. Dokolku paritetot me|u proda`nite i nabavnite ceni se menuva, bilo vo korist na proda`nite ili nabavnite ceni, faktorot na slo`eniot leverix e multiplikator na procentot na mar`ata na pokrivawe so ~ie mno`ewe se dobiva procentot na promenata na bruto dobivkata, neto dobivkata i stapkata na prinos na sopstveniот kapital.

Faktorot na slo`eniot leverix mo`e da se izrazi i na sledniov na~in: ¹¹⁹

$$\text{Faktor na slo`eniot leverix} = \frac{\% \text{ na zgolemuwawe na bruto dobivkata}}{\% \text{ na zgolemuwawe na mar`ata na pokrivawe}}$$

Pri visok faktor na slo`eniot leverix se ostvaruva visoka stapka na rast na neto dobivkata i rast na stapkata na prinos na sopstveniот kapital, {to predizvikuva korporacijata, i pri visok faktor na delovniот leverix, da prifati visok faktor na finansiskiот leverix, pomestuvaj}i ja strukturata na kapitalot sprema pozajmeniот kapital. Me|utoa, ovde, mora da se ima predvid deka takvata korporacija se izlo`uva na visok rizik od zaguba nastanata poradi visoki tro{oci na finansirawe.

¹¹⁹ D-r Slobodan Komazec, d-r Radovan Kova~evi}, d-r Dejan Eri}, d-r

@arko Risti}: "Finansijska tr`i{ta i berze", Ekonomski fakultet -

Beograd , 1998god. , str. 225.

3. Politika na raspredelba na finansiskiot rezultat (dobivkata)

Proučuvaweto na finansiskiot rezultat (dobivka) vo site negovi oblasti i podračja na ostvaruvawe i raspredelba, pretstavuva centralen problem i primarna preokupacija na smetkovodstvenata teorija i praktika. Istovremeno, dobivkata e neizbečliv kriterium vo različni aspekti na ekonomskata analiza, teorija i praktika, kako na makro, taka i na mikro plan. Ova e sosema razbirlivo ako se ima vo predvid deka dobivkata na korporativното pretprijatie, potočno nejzinoto maksimizirawe, najčesto se istaknuva kako primarna cel i glavna dviečka sila vo edno pazarno orientirano stopanstvo. Od druga strana, dobivkata pretstavuva osnova za zgolemuwawe na bogatstvoto na nacionalnata ekonomija.

Dobivkata, kako višok nad iznosot na angažiraniot kapital, od praven i od ekonomski aspekt, označuva iznos koj e raspoložliv za raspredelba. Znači, dobivkata vo materijalna smisla, pretstavuva osnova i ramka na politikata na raspredelba. Pritoa, značajno e da se napomene deka iako kako recipienti na dobivkata na korporativното pretprijatie se javuvaat vrabotenite (učestvo vo dobivkata), kreditorite (kamata), državata (danoci) i sopstvenicite (dividenda), sepa primaren problem od delovno - politički aspekt, pretstavuva raspredelбата na dobivkata na dividenda i del koj treba da se zadrži vo korporacijata. Ottuka, pri interpretiraweto na dobivkata od aspekt na nejzinata materijalna namena, se poała od neto dobivkata posle odanočuvaweto.

Dobivkata pretstavuva izvor na dividendni plačawa, a so toa i najznačajen faktor na dividendnata politika. So drugi zborovi kačano, bidejti

dividendata pretstavuva rezidualna vrednost koja se pojavuva posle pokrivaweto na site tro{oci vkluvaj}i gi i danocite, logi~no e prinosot od sopstveni~kite vlo`uvawa primarno da zavisat od toa dali dobivkata postoji i kakov e nejziniot iznos.¹²⁰ Kako takva, dobivkata pretstavuva osnoven instrument preku koj se vr{i transfer na imotot od korporacijata na nejzinite akcioneri. Pritoa, mo`e da se slu~i akcionerite primarno da bidat zainteresirani ne samo za maksimizirawe na dobivkata, tuku i za {to pogolem transfer na ostvarena dobivka na nivnite smetki.

Me|utoa, na druga strana stojat interese na korporacijata kako delovno - finansiski i formalno - praven entitet. Tie interesi se personificirani vo nejzinata profesionalna uprava. Taa naj~esto poa|a od stavot deka kratkoro~nite interesi na akcionerite ne mora sekoga{ da bidat vo soglasnost so dolgoro~nite interesi, rastot i razvojot na korporaciite, poradi {to tie pove}e }e insistiraat na zadr`uvawe na zna~aen del od dobivkata vo korporaciite, otkolku na nejzina raspredelba na akcionerite. Od aspekt na akcionerite, vakvoto odnesuvawe e sosema razbirlivo bidej}i tie na dobivkata gledaat kako na najracionalen izvor za novi investicii, osnova za jaknewe na osnovniot kapital, garancija za sigurnost na doveritelite i va`en instrumnt za odr`uvawe na plate`nata i kreditnata sposobnost na korporativното pretprijatie.

Ottuka, prvoto pra{awe {to se nametnuva ne e dali dobivkata da se zadr`i vo dru{tvoto, tuku koj iznos da se zadr`i vo raboteweto, a koj da se transferira na akcionerite.

Materijalniot aspekt na upotrebata, odnosno raspredelbata na dobivkata, ima zna~ajni implikacii za korporacijata vo ~ija{to osnova se nao|a pretpostavkata za kontinuirano rabotewe, imaj}i vo predvid deka dividendata pretstavuva definitivn odliv na vrednosta, od edna strana, a od druga strana adekvatnosta na dividendna politika (preku cenata na akciite) ja determinira i pazarnata vrednost na

¹²⁰ Me|unarodni smetkovodstveni standardi, International Accounting Standards

Committee, London, 1999 god., str. 181 - 188.

korporativното pretprijatie, {to zna~i deka politikata na raspredelba na dobivkata zazema zna~ajno mesto vo ramkite na vkupnata politika na toa pretprijatie. So nejzina pomo{ se otkrivaat idnite rizici i se osiguruvaat idnite {ansi. Duri i sosema mala nevnimatelnost vo povlekuvaweto na granicata pome|u delot od dobivkata koj treba da se zadr`i i delot koj kako dividenda treba da se raspredeli na akcionerite, mo`e da ima zna~ajni implikacii vrz polo`bata na korporativното pretprijatie na pazarot na kapital, vrz negovata pazarna vrednost i negoviot natamo{en rast i razvoj.

Kako merka za efikasnosta na korporacijata i nejzinite menaxeri, dobivkata pretstavuva isklu~itelno korisna informaciona osnova vo procesot na donesuvawe na odluka od strana na investitorite (prvenstveno akcionerite i kreditorite) i menaxmentot. Od aspekt na sopstvenicite, dobivkata, pokraj drugoto, pretstavuva osnova za uredno vodewe smetka za efikasnost pri koristeweto na doverenite sredstva. Ottuka, soznaniето za visinata na dobivkata pretstavuva neizbe`liv input pri odlu~uvawe za eventualno potrebno finansirawe na novi proekti, za izmeni vo menaxerskiот tim, promeni vo programata za rabota itn. Vo ovoj kontekst, posebno zna~ajna e nespornata povrzanost koja postoi pome|u dobivkata, visinata na dividendata i pazarnite ceni na akciите, koi{to davaat mo`nost za re{avawe na edna od najva`nite dilemi na investitorite: dali da se kupat novi akcii na pazarot na kapital ili da se dezinvestira od korporacijata i da se vlo`i na nekoe drugo mesto. Opravdanosta na vlo`uvawata se zasnova na visinata na dobivkata, i toa ne samo na tekovната, tuku i na onaa koja se o~ekuва vo naredните periodi. Razbirlivo e pritoa pogolemata o~ekuvana dobivka da dava pogolema garancija na investitorite - vlo`uva~ite deka }e ostvarat prinos na vlo`eniot kapital. To~no poradi toa, vo ponovo vreme, rentabilnosta se zema kako primarna merka za sigurnost pri dolgoro~nite vlo`uvawa.¹²¹

¹²¹ D-r Dejan Malini}: "Politika dobiti korporativnog preduze~a",

Ekonomski fakultet - Beograd, 1999 god. , str. 24

Dobivkata kako osnovna cel i dvi`e~ka sila, istovremeno pretstavuva eden od najva`nite kriteriumi za procenka na kvalitetot na donesenite delovni odluki. Generirana niz oficijalniot sistem na smetkovodstveni izve{tai, {to zna~i vistinita, relevantna i maksimalno oslobodena od subjektivizmot, dobivkata ja olesnuva kontrolata na menaxmentot vo procesot na opravdanost na prethodno prezemenite akcii. Kako indikator na tekovnite ostvaruvawa, dobivkata mo`e da se sporedi so minatite ostvaruvawa i so proektiranite golemi, pri {to dava dobra osnova za sogleduvawe na pri~inite za eventualnite ostvaruvawa i prezemawe na soodvetni korektivni akcii. Ottuka, mo`e da se ka`e deka podatocite za dobivkata pretstavuvaat osnova za naso`uvawe i vodewe na idnite aktivnosti.

Dobivkata, gledana vo kontekst na nejzinata informaciona uloga vo procesot na odlu`uvawe, pretstavuva zna~aen kriterium za alokacija na resursite na pazarot na kapital. Prethodno istaknatata prirodna povrzanost pomeu dobivkata i dividendata, nivnata visina i stabilnost, od edna strana, i dvi`eweto na cenata na akciite na pazarot na kapital, od druga strana, igra dosta zna~ajna uloga na ova podra~je. Investitorite nastojuvaat detalno da go sogledaat dvi`eweto na ovie odnosi, da izvle~at zaklu~oci za prosperitet ili stagnacija na korporativното pretprijatie i soodvetno na toa da donesat pravilni odluki. Uka`uvaj}i na atraktivnosta na vlo`uvawata, dobivkata za sega{nite i potencijalnite investitori ima uloga na voda~ vo nivnoto odnesuvawe. Sosema logi~no, dokolku dru{tvoto ostvaruva mala dobivka, toa za investorite }e zna~i postoeve na pogolem rizik za vlo`uvawe. So ogled na prirodnata averzija na investorite sprema rizikot, realno e da se o~ekuva tie da gi preferiraat sigurnite i profitabilnite korporacii.

Pri rasporeduvaweto na neto dobivkata pred akcionerite se postavuva pra{aweto: Koj del od dobivkata treba da se isplati kako dividenda, a koj del da ostane kako nerasporedena dobivka (zadr`ana dobivka)?

Politikata na rasporeduvawe na neto dobivkata, korporacijata treba da ja vodi vo zavisnost od celta koja saka da ja postigne:

- **zgolemuwawe na rezervite** za da obezbedi stabilnost, pokrivawe ili ubla`uvawe na delovnite rizici;

- **isplata na pogolema dividenda** ako nema mo`nost za novi investicii i ako ima dovolno akumulirana dobivka i rezervi;

- **zgolemuwawe na nerasporedenata dobivka** koga ima mo`nost za novi profitabilni investicii, a nema dovolen iznos na akumulirana dobivka za finansirawe na sopstveni ot razvoj kako i koga uslovite za pribavuvawe na dopolnitelen kapital preku emisija na novi akcii ili dolgoro~ni krediti se nepovolni.

Sekoja odluka za zgolemuwawe na rezervite, dividendata i nerasporedenata dobivka, se implicira na finansiraweto, zadol`enosta, profitabilnosta i solventnosta na korporativnoto pretprijatie. Vo krajna linija toa vlijae vrz zgolemuwawe ili namaluvawe na negoviot imot.

Korporaciite na krajot na tekovната delovna godina od neto dobivkata izdvojuvaat za zadol`itelna rezerva, koja ima za cel vo krizni finansiski sostojbi da im ovozmo`i na korporaciite nepre`eno rabotewe.

Toa zna~i, so rasporeduvawe na del od dobivkata vo rezervite, korporacijata go {titi ne samo osnovniot kapital (osnovната glavnina), tuku i nerasporedenata dobivka, koja sama ja sozdala.

Kolku se pogolemi rezervite (rezervniot fond), koi se kumuliraat so godini, tolku e pogolema verojatnosta od ostatokot na likvidacionata masa, po namiruvawe na obvrskite kon doveritelite, na akcionerite da mo`e da im se isplati nominalната vrednost na akciite.

Tokmu zatoa vo mnogu zakonodavstva e propi{ana obvraska za izdvojuvawe vo t.n. **zadol`itelna rezerva**.

Politikata na rezervi po pravilo treba da se bazira na slednite premisi:

• pogolemiot rizik determinira pogolemi rezervi, odnosno pogolem rezerven fond, {to zna~i pogolema sigurnost na kapitalot;

• Pogolemite rezervi ovozmo`uvaat da se ostvari politikata na stabilna dividenda, so {to se zgolemuva i pazarnata vrednost na akciite.

• Pokraj izdvojuvaweto zadol`itelna rezerva, korporacijata bi trebalo da formira i posebni rezervi, zaradi pokrivawe na zagubi i drugi izdatoci. Upotrebata na ovie rezervi, decidno se opredeluva so statutot odnosno dogovorot na korporacijata. Posebni rezervi mo`e da se izdvojuvaat za: penzii, osiguruvawe od rizik (koga se o`ekuva nestabilnost poradi vojna, embargo i sl.); dobrotvorni celi na vrabotenite; nadomestuvawe zaradi namaluvawe na cenite na zalihite; otkup na sopstveni akcii itn. Ovie rezervi treba da bidat izdvoeni od op{tiot imot i so niv odvoeno se upravuva, taka {to smetkite za niv se vodat odvoeno od drugite smetki na korporacijata.

Dodeka korporacijata postoji ovie rezervi ne mo`at da se upotrebati nitu za namiruvawe na dolgovite, nitu za bilo koja druga cel, osven za onaa koja e opredelena so dogovorot za korporacija, odnosno so statutot.

Skrieni latentni rezervi imaat onie korporaciji koi izvr{ile potcenuvawe ili precenuvawe na oddelni bilansni poziciji.

Ovie rezervi mo`e da se sozdadat so:

- degresivna metoda na amortizacija;
- proceneti zalihi po najniska cena;
- potceneti pobaruwawa;
- preceneti obvrski i dr.

Kolku korporacijata ima pogolemi skrieni rezervi, nejzinata kratkoro~na i dolgoro~na zadol`enost e pomala, no treba da se naglasi deka ovaa politika e ograni~ena so postoe~kite smetkovodstveni standardi i propisi.

Sekoja korporacija so delovната politika vodi smetka da obezbedi i konkurentska sposobnost. Tokmu zatoa del od neto dobivkata ja rasporeduva kako nerasporedena dobivka odnosno ja zadr`uva, kumulura i

koristi za raboteweto kako interen izvor na finansirawe.

Vo zavisnost od celite {to korporacijata saka da gi postigne, politikata na nerasporedena dobivka mo`e da se ostvaruva kako:

- politika na maksimalna nerasporedena dobivka;

- politika na konstanten procent na nerasporedena dobivka.

Politikata na maksimalna neraspredelena dobivka ñ ovozmo`uva na korporacijata da obezbedi {to e mo`no pove}e sopstven kapital od neto dobivkata za nerasporedena dobivka za razvoj i rast, {to bi zna~elo vo idnina da ostvaruva pogolema neto dobivka i dividenda. Ovde ne smeat da se zanemarat interesite na akcionerite koi vo slu~aj na profitabilni vlo`uvawa im se prolongira ostvaruvaweto na pogolema dividenda za iden period. Od tie pri~ini akcionerite preferiraat sega{na dividenda namesto nekoja pogolema i neizvesna idna dividenda.

Na dolg rok, politikata na maksimalna neraspredelena dobivka ne bi mo`ela da se primenuva, bidej}}i takvata politika go prolongira presmetuvaweto i pla}aweto na personalniot danok na dobivka.

Vo isto vreme ne bi trebalo da se ispu{ti od vid i faktot deka malite iznosi na dividenda {to bi gi pla}ale korporaciite bi vodele kon zgolemuwawe na ponudata na akciite na berzata, i toa bi zna~elo pa}awe na pazarnata vrednost na nivnite akcii.

Politikata na maksimalna neraspredelena dobivka mo`e da se primeni ako korporacijata:

- ima mo`nost za novi profitabilni vlo`uvawa;
- ima mala ili nedovolna nerasporedena dobivka kumulirana od prethodni godini;

- ima nepovolna finansiska situacija vo pogled na zadol`enosta. Vo ovoj slu~aj nerasporedenata dobivka ja menuva strukturata na kapitalot, ja zgolemuva stapkata na samo finansirawe, a gi namaluva tro{ocite na finansirawe;

- nema mo`nost ili uslovite se krajno nepovolni za pribavuvawe dopolnitelni sredstva preku kredit, ili novi emisii na akcii;

- akcionerite se soglasuvaat da ~ekaat naplata na pogolema dividenda vo idni periodi.

Politikata na konstanten procent na neraspredelena dobivka **se bazira na utvrdeni procenti od neto dobivkata za nerasporedenata dobivka, rezervi i dividenda.**

Politikata na konstanten procent vo raspredeluvaweto na neto dobivkata, na određen na~in e vo interes i na menaxmentot i na akcionerite, bidej~i visinata na nerasporedenata dobivka, rezervite i dividendata e direktno zavisna od ostvarenata neto dobivkata i oscilira od godina vo godina.

Ovaa politika se primenuva ako korporacijata:

- ima mo`nost za novi profitabilni vlo`uvawa za koi e potrebno da se obezbedi sopstven kapital;

- ne mo`e pod povolni uslovi da pribavi dopolnitelni sredstva;

- vo idnina o~ekuva neto dobivka od koja mo`e vo razli~en vremenski period da kumulira potreben kapital za finansirawe na razvojot i isplata na povisok iznos na dividenda.

Nerasporedenata dobivka od tekovната godina so nerasporedenite dobivki od prethodните godini se kumuliraat vo t.n. akumulirana dobivka. Ovde treba da se napomene i toa deka ne postoji vremensko ograni~uvawe odnosno do koga akumuliranata dobivka treba da se rasporedi. Toa mo`e da ostane kako akumulirana dobivka, odnosno nerasporedena dobivka.

4. Osnovni postavki na sistemot na dobivka (zaguba) i nivnata struktura

Sistemot na dobivka, trgnuva od pretpostavkata deka pri utvrduvaweto na rezultatite, od vkupniot prihod treba da se nadomestat tro{ocite na site elementi na proizvodstvo, a ne samo tro{ocite na predmetite i sredstvata za rabota. So toa, vo sistemot na dobivka, najprvo se osiguruva realното vrednuvawe na site faktori na proizvodstvoto, a duri posle toa se utvrduva dobivkata.

Vrz takva osnova, dobivkata se utvrduva kako razlika pome|u vkupnite prihodi i vkupnite rashodi na korporacijata:¹³⁾

$$Do = VP - VR$$

pri {to e:

Do - dobivka;

VP - vkupni prihodi;

VR - vkupni rashodi.

¹³⁾ Brigham F. Eugen, Gapenski C. Louis: „Financijal managment, Theory and Practice” Seventh edition, The Dryden Press Hareourt Brace College Publishers, New York, 1994 god. str. 349.

Formulata za utvrduvawe na dobivkata vo razvien oblik mo`eme da ja pretstavime na sledniot na~in:

$$Do = (PRU + PF + VP) - (TPU + RF + VR)$$

pri {to e:

Do - dobivka;

PRU - prihodi od realizacija na u~inoci;

PF - prihodi od finansirawe;

VP - vkupni prihodi;

TPU - tro{oci na prodadeni u~inoci;

RF - rashodi na finansirawe;

VR - vkupni rashodi.

Ostvarenata dobivka, nabqduvana na ovoj na~in, pretstavuva vi{ok na prihodite nad rashodite. Dobivkata, kako takov rezultat, pretstavuva osnova za novi vlo`uvawa i ostvaruvawe na pro{irena reprodukcija. Ova poradi edinstvenata pri~ina {to so pokrivawe na vkupnite rashodi se ostvaruva prosta reprodukcija, dodeka so dobivkata mo`e da se finansira pro{irenata reprodukcija.

Ako korporacijata vo svoeto rabotewe dojde vo situacija vo koja vkupnite rashodi se pogolemi od vkupnite prihodi, toga{ se ostvaruva negativen finansiski rezultat, odnosno **zaguba (Z)**:

$$Z = VP < VR$$

Zagubata, kako negativen rezultat, mo`e da se pokrie na eden od slednite na~ini:

- **so dotacii** na osnova~ite ili na drugi subjekti koi imaat interes dru{tvoto da opstane i da prodol`i da raboti (delovni banki, kupuva~i, dobavuva~i i sl.;

- **so otpi{uvawe na pobaruvawata** od doveritelite koi se soglasuvaat da gi otpi{at svoite pobaruvawa koga ekonomski se zainteresirani dru{tvoto koe ima zaguba da prodol`i da raboti;

- **so namaluvawe na nenominiraniot kapital**, odnosno so upotreba na sredstva za rezervi i sredstva za zaedni~ka potro{uva~ka za namaluvawe na zagubata;

• **so namaluvawe na sopstveni ot kapital** preku prodaba na imot.

Ako zagubata ne mo'e da se pokrie po pat na pogore iznesenite naini, toga se pokrenuva steajna postapka, vo ramkite na koja mo'e da dojde i do likvidacija.

Vo interes na sekoja nacionalna ekonomija e korporaciite da rabotat uspe{no, da ostvaruvaat dobivka, no stopanstvoto i dr'avata, isto taka, imaat interes korporaciite da iska`uvaat realni rezultati bidej{i iska`uvaweto na nerealni rezultati doveduva do pogre{ni informacii koi mo`at da im nanesat {teta na site uesnici {to se vku~eni vo vodeweto na određen biznis. Zatoa, sekoja dr'ava, so cel da gi za{titi site stopanski subjekti i obezbedi pravna sigurnost, so zakonski propisi go regulira pra{aweto na sanacija na korporativnite pretprijatija koi delovната godina ja zavr{uvaat so zaguba.

Dobivkata kako kone~en rezultat na korporativното pretprijatie, koj go poka`uva vi{okot na prihodite nad rashodite e predmet na raspredelba. So raspredelbata na dobivkata se odreduvaat oblicite na potro{uva~ka za koi taa }e se upotrebi. Taka, dobivkata se raspredeluva za zadovoluvawe na:

• **op{tata i zaedni~kata potro{uva~ka**, vrz osnova na izdvojuvawe na del od dobivkata za danoci i pridonesi;

• **reprodukcionata potro{uva~ka**, vrz osnova na izdvojuvawe na del od dobivkata za akumulacija; i

• **li~nata potro{uva~ka**, vrz osnova na izdvojuvawe na del od dobivkata za plati od dobivkata i za zaedni~ka potro{uva~ka.

Spored toa vkupno ostvarenata dobivka ne ñ ostanuva na raspolagawe na korporacijata. Eden del od nea, vo oblik na razni danoci i pridonesi, pretstavuva obvraska sprema dr'avata i se izdvojuva za zadovoluvawe na op{tite i zaedni~kite potrebi na dr'avata, dodeka drug del slu`i za reprodukciona i li~na potro{uva~ka i za nego toa samostojno odlu~uva.

Toa zna~i deka ostvarenata dobivka se deli na:

- danoci i pridonesi; i
- neto dobivka - dobivka po odano~uvawe.

Danocite i pridonesite {to se izdvojuvaat od dobivkata slu`at za pokrivawe na tro{ocite na dr`avnata uprava (vojska, policija, administracija) i na tro{ocite za zaedni~ko zadovoluvawe na potrebite od oblata na zdravstvoto, obrazovanieto, naukata, kulturata i sl.

Sekoja dr`ava, vo ramkite na svojata ekonomska politika, so zakonski propisi gi odreduva dano~nite stapki spored koi se izdvojuva del od dobivkata za danoci. Pritoa, obi~no, kaj nisko akumulativnite dejnosti (rudarstvo i sl.) se opredeluvaat niski dano~ni stapki, dodeka kaj visokoakumulativnite dejnosti (na primer, banki i drugi finansiski institucii) so visoki dano~ni stapki se ostvaruva pogolemo zafa}awe na dobivkata. So toa dr`avata indirektno vlijae na naso~uvawe na slobodniot kapital i na razvitokot na oddelnite dejnosti.

Na sli~en na~in dr`avata se odnesuva i pri odreduvaweto na visinata na pridonesite koi se pokrivaat od dobivkata.

So **neto dobivkata** - dobivkata po odano~uvaweto, korporacijata samostojno raspolaga. Neto dobivkata se raspredeluva:

- **za akumulacija** (za zgolemuwawe na trajniot kapital i trajnite vlo`uvawa);

- **za dividenda** i drugi nadomestoci na vlo`uva~ite;

- **za rezervi;**

- **za bruto plati** na vrabotenite (vo vid na stimulatívna komponenta na dobivkata);

- **za zaedni~ka i druga potro{uva~ka;** i

- **neraspredelena dobivka.**

Vo raspredelbata na neto dobivkata se postignuvaat pove}e pra{awa:

- kolkav del od neto dobivkata da se izdvoi za akumulacija, odnosno za zgolemuwawe na trajniot kapital i na trajnite vlo`uvawa;

- kolkav del da se izdvoi za pla}awa na sopstvenicite na kapitalot, kako nivna "zarabotuva~ka" (dividenda i drugi nadomestoci na vlo`uva~ite);

- kolkav del da se izdvoi od neto dobivkata za vrabotenite (bruto plati od dobivka i sredstva za zaedni~ka potro{uva~ka).

Praktikata poka`uva deka odlukata za raspredelba na neto dobivkata, na nekoj na~in, zna~i odlu~uvawe za toa dali da se dade prednost na zadovoluvawe na tekovnite interesi na sopstvenicite na kapitalot i na vrabotenite i, vo tie ramki da se izdvoi pogolem del od dobivkata za li~na i druga potro{uva~ka ili da se preferira natamo{niot razvitok na korporacijata i da se naso~i pogolem del od dobivkata kon zgolemuwawe na akumulacijata.

Vo pogled na ova pra{awe interesite na sopstvenicite na kapitalot i na menaxerite, naj~esto, ne se isti. Zatoa, smetam deka e potrebno u{te vo postapkata za izgotvuvawe na biznis planot za tekovната godina da se planiraat na~inot i odnosite vo raspredelbata na planiranata dobivka.

So ogled na toa {to vo praktikata vo oddelni nacionalni ekonomii sretnuvame izvesno modificirawe na {emata za raspredelba na dobivkata vo korporaciite, smetam deka preku slednata {ema za raspredelba na dobivkata mo`e da se sogleda aplikativniot aspekt na raspredelbata:

Strukturata na ostvarenata neto dobivka, odnosno nejzinata raspredelba pretstavuva zna~aen instrument za upravuvawe so rezultatite. So zgolemuwawe na u~estvoto na akumulacijata vo dobivkata, kako {to ve}e spomenavme, se sozdavaat uslovi za razvoj na korporacijata. Od druga strana, so zgolemuwawe na delot od dobivkata koj slu`i za li~na potro{uva~ka preku zgolemuwawe na platite od dobivkata, se pottiknuva motivacijata i anga`iranosta na rabotnicite, so {to pozitivno se vlijae i na idnite rezultati.

Istra`uvawata poka`uvaat deka pravilniot pristap vo upravuvaweto so rezultatite se zasnova na utvrduvawe na potekloto na dobivkata. Vo taa smisla, mo`e da se ka`e deka dokolku dobivkata pretstavuva rezultat na niza pogodnosti koi gi koristi korporacijata (povolni prirodni uslovi, povolni pazarni uslovi, namaluvawe na danocite, koristewe na dotacii, regresi, subvencii, kompenzacii i sl.), toga{ taa maksimalno treba da se naso~i kon akumulacija.

No, ako vo sozdavaweto na dobivkata zna~ajna uloga imaat vrabotenite, vo toj slu~aj korporacijata so raspredelbata na dobivkata, zna~aen nejzin del treba da naso~i za plati od dobivkata i za zaedni~ka potro{uva~ka na vrabotenite.

*
* *

Vrz osnova na seopfatna i studiozna analiza na finansiskiot rezultat, dojdov do slednive soznanija:

¹²²Vera Rafajlovska: "Rezervi, dividenda i neraspredelena dobivka" ,

Rafajlovski konsalting , Skopje , 2002 god. , str. 3 - 9

- Celta i smislata na postoeveto na sekoja korporacija e ostvaruvawe na pozitiven finansiski rezultat (dobivka), koj vsu{nost pretstavuva osnova i ramka na politikata na raspredelba.

- Dobivkata e najzna~ajната determinanta na dividendната politika, poradi {to akcionerite primarno se zainteresirani za nejzino maksimizirawe, {to sekako }e im obezbedi povisoka dividenda.

- Glaven akcent treba da se stavi na politikata na raspredelba na dobivkata, bidej{i sosema mala nevnimatelnost mo`e da ima zna~ajni implikacii vrz polo`бата na korporacijata na pazarot na kapital, vrz nejzinata vrednost, kako i vrz rastot i razvojot.

SEDMA GLAVA

TEORETSKI I PRAKTI^NI ASPEKTI ZA DIVIDENDNATA POLITIKA

1. Celi i zada~i na dividendната politika

Dividendata kako tro{ok na sopstveniот kapital, pretstavuva zna~itelen odliv na pari za golem broj korporativni pretprijatija. Poradi toa, dividendata e zna~ajna kategorija vo finansiskiот menaxment. Taa e zna~ajna ne samo za korporacijata, tuku i za site postojni i idni investitori, koi o~ekuvaat opredelen prinos od svojot kapital {to go vlo`ile ili }e go vlo`at vo kupuvawe akcii od konkretnoto korporativno pretprijatie.

Vsu{nost, dividendata pretstavuva edinstven regularen kanal preku koj e mo`no da se vr{i transfer na imotot na akcionerite. Vo toj kontekst mo`e da se re~e deka dividendata pretstavuva proporcionalna

distribucija na imotot na akcionerite vo ramkite na iznosot na tekovната i akumuliranата neto zarabotka.¹²³ Ottuka, proizleguva deka taa ne e ni{to drugo tuku akcionersko pari~no primawe ili kako {to istaknuvaat nekoi avtori "dobivka po osnov na akcionerskiot vlog vo pretprijatiето".¹²⁴ Zna~i, dividendata pretstavuva prakti~no sredstvo za realizacija na pravnite obvrski na korporacijata vo pogled na transferot na dobivkata na sopstvenicite. Vsuo{nost, se raboti za kategorija koja proizleguva od sopstvenosta (poseduvawe akcii) i so koja se vospоставuva neposredna vrska pome|u sopstvenosta i ostvareniot profit na korporativното pretprijatie. Spored Me|unarodni Smetkovodstveni Standardi dividendata e raspredelba na dobivkata na sopstvenicite na kapitalot vo soodnos so nivniot udel vo odre|deniот vid na kapitalot.¹²⁵

Dividendnata politika pretstavuva podra~je za koe akcionerite se posebno zainteresirani, no istovremeno i podra~je preku koe korporativniот menaxment vodej}i smetka za mo`nata povrzанost pome|u dividendnata i pazarnata vrednost na korporacijata, nastojuva da gi za~uva nejzinite interesi. So samoto toa, dividendite pretstavuvaat isklju~itelno kompleksna materija koja podrazbira regulirawe na pravnite ramki vo pogled na nivnata visina i na~inot na isplata, utvr|duvawe na osnovata koja{to e predmet

¹²³ Vidi: D-r Milorad Ivani{evi~: "Osnovni elementi dividendne politike", Nau~ni skup: "Finansijski i bankarski menaxment u

savremenim uslovima privrexivawa", Pri{tina, 1997god., str. 31 - 37.

¹²⁴ Blagoj Don~ev: "Dividendnata politika i stapkata na rast na

kapitalot", Statija objavena vo spisanieto "Stopanska banka", 7-8/2004

¹²⁵ „Me|unarodni smetkovodstveni standardi 1999", finansiski konsalting

- Skopje , 1999god.,str. 445

na podelba, kako i sogleduvawe na donesenite finansiski odluki na toa podra~je.¹²⁶

Obezbeduvaweto na nepre~eno funkcionirawe na korporativното pretprijatie nametnuva potreba od po~ituvawe na opredeleni pravila za ograni~uvawe vo pogled na isplatata na dividenda. Vo toj pogled, teoretski vo zakonskata regulativa se inkorporiraat nekoi op{ti pravila kon koi dru{tvata mora da se pridru~uvaat. Najva`no pome|u niv e praviloto na neto profit kako ramka za isplata na dividenda. Ova pravilo ja izrazuva logikata na funkcioniraweto na korporativnite pretprijatija, i vo soglasnost so toa gi zabranuva dividendnite pla}awa koi ja nadminuvaat dobivkata od tekovната godina i neraspredelenata dobivka od prethodnite godini. Celta e da se obezbedi za~uvuvawe na originalno vlo`eniot kapital.

Na praviloto na neto profit se nadovrzuva praviloto za odr`uvawe na vlo`eniot kapital, koe prakti~no ima ista cel. Toa eksplicitno mu uka`uva na korporativniot menaxment deka site pla}awa mora da se odvivaat nadvor od originalno vlo`eniot kapital. R. Brealey i S. Myers,¹²⁷ vo ovoj kontekst ja istaknuvaat i mo`nosta upravata na korporacija da mo`e da go prodava imotot i preku iska`anata dobivka da distribuira pari vo vid na dividenda, so {to }e ja dovede korporacijata vo nezavidna polo`ba. Za da ne dojde do vakvi problemi od isklu~ivo {pekulativna priroda, praviloto za odr`uvawe na vlo`eniot kapital bara definirawe na kapitalot koj treba da se za~uva, poradi {to go klasificira kako formalno - praven (nominalen) kapital ili efektiven kapital zgolemen za otvorenite i latentni rezervi, {to vo inflatorni uslovi e od posebno zna~ewe.

So cel za{titata na interesite na kreditorite, vo zakonskata regulativa se vgraduva i praviloto na insolventnost, koe mu zabranuva na nelikvidnite firmi da pla}aat dividenda. Ova pravilo e vo sklad so faktot deka obi~nite akcioneri trpat

¹²⁶ D-r Dejan Malini}: "Politika dobiti korporativnog preduze~a",

Ekonomski fakultet - Beograd , 1999 god. , str. 227

¹²⁷ Brealey B. A. Myers, S.C. "Principles of Goporate Finance" Mc Graw Hill , Inc. , New York , 1991god., p.372.

najgolem rizik i deka nivnite interesi se inferiorni vo odnos na preferencijalnite akcioneri, a posebno vo odnos na doveritelite.¹²⁸

Me|utoa, iako prethodno spomenatite ograni~uvawa pretstavuvaat jasna orientacija za nositelite na dividendnata politika, mo`e da se slu~i i nivnata dosledna primena da ne obezbedi celosna za{tita na interesite na doveritelite. Taka na primer, mo`e da se slu~i opredeleni korporativni pretprijatija blagodarenie na profitabilnosta i formiranata neraspredelena dobivka od prethodnata godina, da ispla}aat dividenda i vo godinite koga rabotat so zaguba.

Na prv pogled se ~ini deka sekoja korporacija e okupirana so `elba na svoje akcioneri da im isplatuva dividenda vo gotovo. Me|utoa, iskustvata vo svetot poka`uvaat deka ne site korporaciji koi rabotat uspe{no, i ne sekoga{, na svoje akcioneri im isplatuvaat dividenda vo gotovo, a i vo visoki iznosi. Postojat i takvi koi pogolem del (ili celiot iznos od neto - dobivkata, {to e na raspolagawe na akcionerite go investiraat, za da obezbedat nejzin razvoj, a preku nego i zgolemuwawe na nejzinata vrednost.

Centralno pra{awe na koe dividendnata politika na korporacijata treba da dade odgovor e: dali isplatata na dividendata na akcionerite da se izvr{i vo gotovo ili da se zadr`at parite vo korporacijata i taa da gi investira vo interes na svoje akcioneri?¹²⁹

Od odgovorite {to se davaat na ova pra{awe mo`e da se zaklu~i deka dividendnata politika e kontroverzna. Golem e brojot na argumentite vo korist na va`nosta na politikata na dividendata, no ne e pomal i na onie {to upatuvaat na toa deka taa e bezzna~ajna, za {to nejzinite re{enija ne vlijaat na vrednosta na korporacijata.

Poradi vlijanieto {to go imaat golem broj faktori, a koi ~esto dejstvuvaat vo sprotivna nasoka,

¹²⁸ Van Horne J. C. "Finansijsko upravljanje i politika (finansijski menadzment", prevod, Mate, Zagreb, 1993god., str. 379 - 380.

¹²⁹ Louis Engel, Henry R. Hecht: „How to buy stocks”, Brown and Company, New Jork, 1998 god., str.80 - 90.

postojat avtorji kjer se smeta da politika na dividendah je značajna, zato ne je sestavljena da je rešena dilema na centralno pravo: da se vrši isplata na dividendah ali gotovo ali da se zadržati pariteta v korporaciji da se investira v njo. Krajnja cel na izboru na odgovor na ova prava je enaka: da se ostvari maksimizacija na vrednosti na korporaciji. Odkaj, opredeljeno za ena od alternativ je treba da proizleže od ocenjena na sekoja od nivoja na brojni okoliščini v kjer postoji i deluje korporacija.

V ovisnosti od celja kjer korporacija želi da je postigne, politika na dividendi može da bude:

130

- politika kjer ovi omogućuje ostvarivanje na maksimalno možna dividenda;

- politika preko kjer se ostvaruje stabilna dividenda.

Politika na maksimalno možna dividenda (isplata na ukupni iznos na dobiti za dividendo), je skoro sekoja u interesu na mnogobrojni akcionari i zato je zadovoljstvo je prifat. To znači da dobijati kjer je možno povećati dividendo za kratko vreme.

Od aspekta na korporaciju, ova politika ima neki negativni finansijski implikacije, kjer se odražava na nedovoljno akumulirane na neraspoređena dobiti za finansiranje na razvoj i nedovoljni rezervi za pokrivanje na rizicima od delovanja. Isplata na maksimalna dividenda znači odavanje na parićni sredstva i je namaluje sposobnost na korporaciju da je održa svoja solventnost.

Sekako odavanje na parićni sredstva može da se spreći so isplata na dividendo u akciji, stoka i drugo, kjer akcionari uobičajeno ne go prifat. Tokmu zato politika na maksimalna dividenda ne može dugo da se primenjuje, budući razvoj na korporativno preduzeće ne može da se temelji samo na novim emisijama na akciji i zadovoljavanju.

¹³⁰ Vidi: Prof. dr Branko Trajkoski: "Delovni finansii so finansijski

menadžment", Ekonomski fakultet - Prijeđ, 2002 god., str. 71 - 80.

Politikata na **maksimalna dividenda** mo`e da se primenuva ako korporacijata:

- nema mo`nost za novi profitabilni vlo`uvawa;
- ima dovolno akumulirana dobivka i rezervi;
- ima dovolno pari~ni sredstva i ne se zagrozuva solventnosta;
- mo`e da pribavi dopolnitelni sredstva pod povolni uslovi;
- toa go bara mnozinstvoto akcioneri.

Politikata na stabilna dividenda ima za cel na akcionerite da im ovozmo`i razumna i stabilna dividenda po akcija na podolg vremenski period.

Dokolku, korporacijata vo delovната godina ostvari zaguba, dividendata i natamu se isplatuva vo onaa visina kako i prethodnite godini. I obratno ako taa dobro raboti i ostvari pogolema neto dobivka i vo toj slu~aj dividendata останува nepromeneta. Za akcionerite postojni i potencijalni, politikata na stabilna dividenda e mnogu popularna.

Od aspekt na korporacijata, ako ostvarenata neto dobivka ne e dovolna ili ako se ostvari zaguba, vo toj slu~aj za iznosot na stabilnata dividenda se namaluva akumuliranata dobivka ili rezervite od prethodnite godini. Tokmu toa e negativната strana na ovaa politika. Taa obezbeduva stabilna dividenda, no nestabilno i neizvesno akumulirawe na kapitalot za razvoj i rezervi.

Od prethodno ka`anoto, mo`e da se zaklu~i deka politikata na **stabilna dividenda** e najbliska do optimalnata politika na dividenda bidej}}i gi zadovoluva interesite na:

- akcionerite - isplata na sigurna dividenda;
- dru{tvoto da ostvaruva pogolema dobivka so {to }e se zgolemi kumuliraweto na kapitalot i rezervite.

Ovaa politika mo`e da se primenuva ako korporacijata:

- vleguva ili se nao|a vo faza na prosperitet;
- ima dovolno akumulirana dobivka za isplata na stabilna dividenda bez da ja zagrozi solventnosta.
- saka da postigne pozitiven efekt na berzite za privlekuvawe na novi potencijalni akcioneri.

Za vodeweto na ovaa politika, od teoretski aspekt gledano posebno zna~ewe ~esto imaat slednive dve teorii: ¹³¹

- teorija za irelevantnost na dividendata i
- teorija “ptica vo raka”

Prvata teorija poa|a od toa deka dividendata nema vlijanie na cenata na hartiiite od vrednost, nitu pak, na tro{ocite na kapitalot, odnosno ovaa politika e irelevantna. Glavni pobornici na ovaa politika se: **Merton Miller i Franco Modigliani**. Ovie teoreti~ari tvrdat deka vrednosta na korporacijata zavisi samo od dobivkata {to taa ja ostvaruva, a ne kako e taa dobivka podelena. Ova teoretsko stojali{te citiranite teoreti~ari go potkrepuvaat so slednive pretpostavki:

- da nema personalen ili korporaciski danok na dobivka;
- da nema flotacija na hartii od vrednost ili transakcioni tro{oci;
- finansiskata sila da nema efekt na tro{ocite na kapitalot;
- investitorite i menaxerite da imaat isti informacii za idninata na korporacijata;
- politikata na buxetirawe na kapitalot na firmata da e nezavisna od nejzinata dividendna politika;
- podelbata na neto dobivkata na dividenda i ostanata (akumulirana) zarabotuva~ka da nema efekt na tro{ocite na nedvi`nostite (KY).

Teorijata “**Ptica vo raka**”¹³² poa|a od poslednata pretpostavka deka politikata na dividendata ne deluva na stapkata na vra}awe na nedvi`nostite (KY) od strana na investitorot. Ovaa pretpostavka predizvikala `estoka akademska polemika. Taka teoreti~arite **Myron Cardon i Sohn Lintner** tvrdele deka KY (stapka na vra}awe na nedvi`nostite) postoi ako se reducira isplatata na dividendata, bidej}i

¹³¹ Brigham F. Eugene, Gapenski C. Louis: „Financial management, Theory and Practice”, The dryden Press Hareourt Brace College Publishers, New York, 1994, str. 189 - 205.

¹³² Brigham F. Eugene , Gapenski C. Louis: „Financial management, Theory and Practice” , Seventh edition , The Dryden Press Hareourt Brace College , New York , 1994.

investitorite sé pomalku se sigurni deka }e ostvarat profit po osnov na kapitalna dobivka {to treba da sledi od ostanatite zarabotuva~ki vo odnos na dobivkata po osnov na dividenda. Tie vsu{nost utvrdile deka vrednosta na investiraweto na eden dolar o~ekuvana dividenda e pogolema od vrednosta na eden dolar kapitalna dobivka, bidej}}i komponentata dobivka po osnov na dividenda D_1/P_0 e pomalku rizi~na od g komponentata vo ravenkata na vkupното o~ekuvano vra}awe KY: $D_1/P_0 + g$. Miller i Modigliani ne se slo`uvale so ovaa konstatacija. Imeno, tie tvrdele deka KY e nezavisna od politikata na dividendata. Tokmu poradi ova tie ovaa teorija ja narekle “ptica vo raka”, bidej}}i se potpira na pogre{ni argumenti, a stojali{teto na Miller i Modigliani e deka pogolem broj na investitori planiraat da ja reinvestiraat svojata dividenda vo hartii od vrednost na istata ili sli~na korporacija {to ima nerizi~en gotovinski tek. Spored toa `elbata za reinvestirawe e posledica na bezrizi~nosta na pari~niot tek na korporacijata, a ne na politikata na dividendata.

Razrabotuvaj}}i gi ovie dve teorii neophodno e da se istakne deka zna~eweto na dividendata mo`e da se gleda od dva aspekta:

- od aspekt na sovr{eno funkcionirawe na pazarot na kapital;

- od aspekt na nesovr{eno funkcionirawe na pazarot na kapital.

Od aspekt na sovr{en pazar na kapital politikata na dividenda ne e bitna od pri~ina {to pazarot na kapital e efikasen i vrednosta na korporacijata ne e tolku ~uvstvitelna na nejzinata dividendna politika.

Vo ovoj slu~aj dividendata mo`e da se razlikuva od tri aspekti:

- od **prvriot aspekt** koga korporacijata ima gotovi pari (ke{) ednostavno go namaluva iznosot na gotovi pari za da isplati dividenda. Toa doveduva vo krajna linija do namaluvawe na neto aktivata na korporacijata;

- od **vtoriot aspekt**, korporacijata nema dovolno gotovi pari da isplati dividenda, i vo ovoj slu~aj emituva novi akcii za gotovi pari, {to

privremeno ja zgolemuva nejzinata neto aktiva. Posle toa korporacijata isplatuva dividenda, so {to se namaluva vrednosta na neto aktivata na korporacijata pred da se izvr{i emisija na novite akcii;

• od **tretiot aspekt** akcionerite sakaat da im se isplati dividenda, me|utoa korporacijata nema gotovi pari i ne saka da gi pravi transakciite so novi akcii (odnosno odlu~ila da ne ispla)a dividenda). Vo ovoj slu~aj akcionerite mo`at da najdat nov investitor da gi prodadat akciite i na takov na~in da dojdut do gotovi pari. Vo ovaa transakcija ni edna strana nitu dobiva, nitu gubi i ovaa direktna transakcija vo stru~nata literatura e nare~ena samostojno obezbeduvawe na dividenda.

Od aspekt na nesovr{enosta na pazarot na kapital politikata na dividendata gi zema predvid vlijanijata na danocite, tro{ocite na transakcija i informacionite asimetrii. Taka na primer, ako kapitalnite dobivki se odano~uvaat po stapki pomali od dividendata na akcionerite, toga{ akcionerite pove}e }e nastojuvaa da dobijaa prihod preku kapitalna dobivka, otkolku vo vid na dividenda.

Pri toa nema somnevawe deka cenite na akciite se zgolemuvaat vrz osnova na informaciite za zgolemuvawe na dividendata, kako i da opa|aat kako odgovor na objavenite informacii za smaluvawe na dividendata. Vo ovoj kontekst zna~ajno e da se istaknat primarnite faktori na dividendnata politika i nivnite posledici. Za pojasna pretstava pregledot na ovie faktori i nivnite vlijanija mo`e da se pretstavi na sledniov na~in:

Faktori	na	politikata	na
Vlijanie na politika na			
	dividenda		
dividenda			

I. Institucionalni ograni~uvawa

1. dogovori so doveritelji -
ja ograničuvaaat isplatata

na dividenda
2. odanočuvawe na neraspredelena - ja
pottiknuvaat isplatata
dobivka

na dividendata
3. barawata za odrčuvawe na kapitalot - ja
ograničuvaaat isplatata na

dividenda
4. kotiraweto na berzata -
vo prilog na stabilna

dividenda
5. barawa na ekonomskata politika - niski
dividendi vo

inflatorni uslovi.

II. Perspektivite vo pogled na rastot i razvojot na korporativното pretprijatie

1. raspolagawe so atraktivni -
niska dividenda vo soglasnost
investicioni proekti
so barawata na rizidualnata

teorija
2. urgentnost na vločuvawata -
niska ili visoka dividenda

3. faza na rastot na
- mladite korporacii - niski
korporativното pretprijatie
dividendi, a zreлите korporacii-

visoka i stabilna dividenda

III. Finansiski ograničuvawa

1. visinata na raspoločlivata -
visoki ili niski dividendi
dobivka

2. dostapnost na alternativni -
lesen pristap do izvorite

izvori	na	finansirawe
obezbeduva pogolema dividenda		
i obratno		
3.	fleksibilnost	na
- pogolema fleksibilnost		
strukturata	na	kapitalot
na povisoki dividendi		
4.		likvidnost
- ja ograni~uva isplatata		
na dividendata		
5. tro{ocite na flotacija		-
obratno srazmerno na		
isplatata na dividendata		
6.		kontrola
- politika na niski		
dividendi		

IV Faktori na preferencija

1. diferencijalni dano~ni stapki na	- preferirawe
na kapitalna	
kapitalnata dobivka i dividendata	dobivka
2. rizik i	neizvesnost
- po prilog na visoki	
dividendi	
3. informaciite na dividendata	-
politika na visoki	
dividendi	
4. struktura na akcionerite	-
mo`ni se razli~ni opcii	
5. stabilnost na raspolo`livata	- visoki
dividendi	
dobivka	
6. psiholo{ki elementi	-
preferirawe na	
dividendata	

2. Dividendnata politika vo funkcija na finansiskata stabilnost i uspe{nost vo raboteweto na korporaciite

Korporacijata treba da vospostavi takva politika na dividenda koja }e pridonese za maksimizirawe na blagosostojbata na akcionerite. Dokolku taa nema dovolno profitabilni mo`nosti za vlo`uvawe, toga{ bi trebalo celiot vi{ok na sredstva da go razdeli na svoje akcioneri. Tie sredstva pripa|aat na akcionerite, a ne na rakovodstvoto da gi tro{i za beskorisni izdatoci. Korporacijata ne mora da go isplati celiot del na zadr`anite zarabotki vo sekoj period. Taa mo`e da nastojuva da go stabilizira apsolutniot iznos na dividendite koi gi ispla)a od

period vo period, no, dolgoro~no, vkupnite zadr`ani zarabotki, }e odgovaraat na iznosot na profitabilnite mo`nosti za vlo`uvawe. Dividendnata politika se u`te bi bila samo rezidual, i toa pasiven, određen od iznosot na mo`nostite za vlo`uvawe.

Za da mo`e korporacijata da ja opravda pogolemata isplata na dividenda od onoj opredelen iznos posle iskoristuvaweto na profitabilnite mo`nosti za vlo`uvawe, na pazarot mora da postoi neto - sklonost sprema dividendata. Me|utoa, samo institucionalnite ograni~uvawa i sklonosta na neкои investitori kon dividendata, odat vo prilog na dividendata. Site drugi argumenti naveduvaat na neutralen efekt ili prisutnost vo korist na zadr`uvawe na zarabotkata.

Pri utvrduvawe na dividendnata politika, pokraj teoretskite gledit{ta, mora da se zemat vo predvid i mnogu drugi sostojbi. Vakvite razgleduvawa treba da se povrzat so teorijata na isplatata na dividenda i vrednuvaweto na korporaciite. Najprvo treba da se zapo~ne so procenka na potrebite na korporacijata od finansiski sredstva. Imeno, pri isplatata na dividenda treba da se utvrdi dali ne{to ostanalo posle podmiruvaweto na site potrebi od finansiski sredstva, vku~uvaj}i gi i profitnite mo`nosti za vlo`uvawe. Poa|aj}i od ova, korporacijata bi trebalo da ja razgleda svojata polo`ba za razumen period od nekolku godini i na toj na~in da gi nadmine fluktuaciite na dividendata, odnosno, vrz edna temelna analiza, da se opredeli verojatniot ostatok na finansiski sredstva vo idnina.

Vo tekot na `ivotniot ciklus na korporacijata, na samiот po~etok ne mo`e da se o~ekuva deka taa }e ispla}a dividenda. No, kako taa sozreva i po~nuva da sozdava vi{ok na pari, taka }e ispla}a dividendi (simboli~ni na po~etokot), pri {to ima mala mo`nost za profitabilno vlo`uvawe, toga{ }e sledat pogolemi dividendi. Vo fazata na nejzinoto sozrevawe, se o~ekuva dividendite da bidat prili~no golemi.

Vo vrska so odlukata za isplata na dividenda, likvidnosta na korporativното pretprijatie e na prvo mesto. Trgnuva}i od toa deka dividendata pretstavuva odliv na pari toga{ konstatacijata e sosema jasna,

deka kolku e pogolema likvidnosta, pogolemi se i mo`nostite za isplata na dividenda. Korporacijata koja e vo rast i e profitabilna, mo`e da bide i nelikvidna, bidej{i nejzinite fondovi mo`ebi se vlo`uvaat vo fiksni ili trajni sredstva. Po pravilo, menaxerite na takvite korporaciji sakaat da zadr`at i opredeleni rezervni likvidni sredstva (poradi fleksibilnosta i za{tita od neizvesnost), pa mo`e da se dvoumat pri isplatata na visoki dividendi, poradi stravat od zagrozuvawe na polo`bata vo koja se nao|aat.

Likvidnata polo`ba ne e edinstven na~in na osiguruvawe na fleksibilnosta, a so toa za{tita od neizvesnost. Dokolku korporativното pretprijatie e sposobno da dojde do pozajmeni sredstva za kratok vremenski period, toa mo`e da bide relativno fleksibilno. Pokraj toa, fleksibilnosta mo`e da proizleguva i od sposobnosta na korporacijata so emisija na obvrznici da se pojavi na pazarot na kapital. Kolku e pogolema nejzinata mo`nost za pozajmuvawe, tolku e pogolema fleksibilnosta i mo`nosta za pla}awe na dividenda vo pari.

Koga gi razgleduvame faktorite {to vlijaat vrz isplatata na dividendata, zna~ajno e da se spomenat i za{titnite odredbi vo soglasnost so dogovorot za obvrznici ili kreditnite spogodbi, koi ~estopati ja ograni~uvaat isplatata na dividenda. Toa ograni~uvawe go koristat kreditorite za da ja za~uvaat sposobnosta na korporacijata za otplata na dolgot. Obi~no, toa e izrazeno vo maksimalen procent od kumulativnite zarabotki. Koga se primenuva vakvo ograni~uvawe, sekako deka toa }e vlijae na politikata na dividenda. Ponekoga{ menaxerite na korporaciite so zadovolstvo gi prifa}aat vakvite ograni~uvawa na dividendata od strana na kreditorite, bidej{i vo takov slu~aj ne mora da go opravduvaat zadr`uvaweto na zarabotkata pred akcionerite, tuku dovolno e samo da se uka`e na takvoto ograni~uvawe.¹³³

Odlukata za isplata na dividendata pretstavuva izbor me|u alokacijata na profitot vnatre vo korporacijata (zadr`ana dobivka) ili isplata na

¹³³ Brigham F. Euqene: „Financijal manaqement, Theory and Practice”, Seventh edition, New York, 1994god. , str. 287

akcionerite - nadzor od korporacijata. Mo`e da se ka`e deka ova`a odluka vsu`nost, e izbor pome`u kratkoro`nite i dolgoro`nite interesi na korporativното pretprijatie. Ako profitot se raspredeli vo oblik na zadr`ana dobivka, izvesno e deka toa `e gi zgolemi razvojnite mo`nosti na korporacijata, dodeka od druga strana, ako se isplati dividendata, toga{ `e se zgolemi dohodot na akcionerite, no `e se namali nejzinata akumulacija. Poradi toa, izborot me`u navedenite alternativni, pretstavuva mo`ne zna`ajna odluka na upravuva`kata struktura vo sekoe korporativno pretprijatie.

Pod uslov profitabilnosta da e zadovoluva`ka, korporacijata obi`no se opredeluva za eden od slednive dolgoro`ni modeli za isplata na dividenda:

- stabilen iznos na dividenda po akcija,
- konstanten odnos na dividendata i odano`eniot profit, na primer, isplata na polovina od profitot vo oblik na dividenda,
- niska regulirana dividenda zgolemena za premiiite, dokolku profitot na firmata e zadovoluva`ki.

Trgnuva`ji od vidot na akcijata {to ja poseduva sopstvenikot i na`inot na isplata {to taa go ovozmo`uva, dividendata mo`e da se razgleduva kako prioritetna (preferencijalna) i obi`na (redovna).

Preferencijalnata dividenda se ispla`a pred isplatata na redovната dividenda od profitot na korporativното pretprijatie. Uslovite za isplata i iznosot na ova`a dividenda se utvrdeni so dogovorot za kupuvawe prioritetni akcii me`u pretprijatiето i akcionerite, odnosno so odluka za izdavawe na ovoj tip na akcii. Ovoj vid na dividenda se ispla`a vo fiksen iznos ili kako procentualen iznos od nominalnata vrednost na akcijata, odnosno kako utvrden iznos na dividenda po akcija.

Redovната (obi`na) dividenda pretstavuva prinos na obi`nata akcija. Naplata i iznos na ova`a dividenda se utvrdeni so dogovorot za kupuvawe prioritetni akcii me`u korporativното pretprijatie i akcionerite, odnosno so odluka za izdavawe na ovoj tip na akcii. Ovoj vid na dividenda se ispla`a vo fiksen iznos ili kako procentualen iznos od

nominalnata vrednost na akcijata, odnosno kako utvrden iznos na dividenda po akcija.

Stapkata na isplata na dividendata zavisi od na~inot na merewe na zarabotkata. Poradi poednostavno objasnuvawe se koristat smetkovodstvenite neto - zarabotki, no pod pretpostavka tie da odgovaraat na vistinskite ekonomski zarabotki. Vo praksata - neto zarabotkite ne mora da odgovaraat na ekonomskite zarabotki i ne mora da bidat soodvetno merilo za sposobnosta za isplata na dividenda. Nekoi avtori tvrdat deka pari~niot tek, sumata na zarabotkata i amortizacijata se podobro merilo za sposobnosta na korporacijata da ja isplati dividendata. Duri i podobro merilo mo`e da bide slobodniot pari~en tek, odnosno onoj koj preostanuva otkako }e se finansiraat site investicioni mo`nosti.

Koga sprema dividendnata politika se odnesuvame isklu~ivo kako kon finansiska odluka, isplatata na pari~nata dividenda e pasiven ostatek. Iznosot na isplatata na dividendata }e fluktuira od period do period, vo ~ekor so fluktuaciite na iznosot na prifatlivite mo`nosti za vlo`uvawe, koi se na raspolagawe na korporacijata. Dokolku ima mnogu takvi mo`nosti, golema e verojatnosta deka ostatekot za isplata na dividenda }e bide nula. Na druga strana, dokolku korporacijata ne e vo mo`nost da pronajdi profitabilni mo`nosti za vlo`uvawe, isplatata na dividenda }e bide 100%. Za situacii pomeju ovie dve krajnosti isplatata }e bide meju 0 i 1.

Vakviot odnos sprema politikata na dividenda, ne naveduva na toa deka dividendata e neva`na, odnosno deka investorite se ramnodu{ni na nejzinata isplata i zadr`uvawe na zarabotkata od strana na korporacijata. Ako mo`nostite za vlo`uvawe nudat pogolema zarabotka od onaa koja tie ja baraat, toga{ tie go odobruvaat zadr`uvaweto na zarabotkata. No, sprotivno, ako zarabotkata e pomala, toga{ tie se skloni kon isplata na dividenda. Sprema ova se postavuva pra{aweto koj e optimumot na ispla{aweto. Toj optimum e funkcija na ~etiri faktori: ¹³⁴

¹³⁴ Louis Engel, Henry R. Hecht: „How to bay stocks”, Brown and Company, New York, 1994god. , str. 78

- preferenciite na investitorite za dividendi nasproti kapitalni dobivki;

- mo`nosti za investirawe na korporacijata;

- struktura na kapitalot kako cel na korporacijata i

- dostapnosta i cenata na nadvore{niot kapital.

Prou~uvaj}i go dejstvoto na ovie faktori, korporacijata pravi eden model za nejziniot odnos kon isplatata na dividendata. Taa gi sledi slednive postapki: ¹³⁵

- go opredeluva optimalniot buxet na kapitalot;

- ja opredeluva sumata na optimalniot del potrebna za finansirawe, {to buxetot ja dava kako del na strukturata na kapitalot;

- ispla}a dividendi samo ako ima pogolemi zarabotuva~ki otkolku {to se potrebni za da se odr`i optimalniot kapital.

Vrz osnova na dosega iznesenoto mo`e da se zaklu~i deka procedurite na isplata na dividendata vo korporaciite vo razvienite zemji se od golemo zna~ewe, ne samo za polo`bata na akcionerite, tuku i za dvi`ewata na pazarot na kapital.

Vo ovoj kontekst sakam da naglasam deka namesto dividenda vo pari, korporaciite vo odredeni slu~ai pribegnuvaat kon raspredelba na dividenda vo akcii. Postapkata od donesuvaweto na odlukata za isplata na dividenda vo akcii, do nejzinoto isplatuvawe e ista kako i vo slu~ajot na isplata na dividenda vo pari. Razlikata e samo vo toa {to so transformiraweto na distribucijata na dividendata vo akcii, vkupniot kapital ne trpi nikakvi promeni (nitu zgolemuwawe, nitu namaluvawe), tuku samo promeni vo negovata struktura. Imeno, za vrednosta na akciite {to }e bidat distribuirani kako dividenda na akcionerite, }e se namali akumuliranata dobivka, a }e se zgolemi iznosot na kapitalot od obi~nite akcii iska`ani spored nominalnata vrednost na akciite, i iznosot na vi{okot nad nominalnata vrednost na akciite (kapitalnata dobivka), za razlikata me|u

¹³⁵ Prof. d-r Branko Trajkoski , citirano delo, str. 75.

proda`nata vrednost na akcijata i nejzinata nominalna vrednost.

Isplatata na dividenda vo akcii ne predizvikuva nikakvi promeni vo iznosite vo bilansot na sotojбата. So primaweto dividenda vo akcii, akcionerite, vsu{nost, ne dobivaat nikakvo zgolemuwawe na vrednosta na nivnite akcii. Toa zna~i deka poradi vakvata transakcija se menuva vkupnata vrednost na korporacijata i u`estvoto na sekoj akcioner vo nea, po raspredelбата na dividendata vo akcii.

Ako so distribucijata na dividendata vo akcii akcionerot ne dobiva ni{to pove}e od ona {to go imal, se nametnuva pra{aweto: {to e ona {to go motivira menaxmentot na korporacija da se re{i za vakviot na~in na isplata na dividenda?

Isplatata na dividendata vo akcii, koja bara dopolnitelna emisija na akcii, e vrzana za pogolemi tro{oci, otkolku samata isplata na dividenda vo pari. No, nasproti visokite tro{oci, korporaciite se re{avaat za isplata na dividendata vo akcii koga se vo faza na raste` i imaat potreba za interno finansirawe na investicionite vlo`uwawa. Na takov na~in se ostvaruva reinvestirawe na dobivkata, so {to se zgolemuva kapitalot.

Baraweto za ispla}awe na dividenda vo vid na akcii mo`e da se realizira vo rok opredelen od strana na akcionerskoto sobranie. Transakcijata se tretira kako fiktivna. Taa go vku~uva prenosot na iznos ednakov na kumulativnata nominalna vrednost na akciite za dividendata od sredstvata {to ja nadminuwaat osnovnata glavnina. Vsu{nost, toa e zgolemuwawe na osnovnata glavnina. Sepak, treba da se razbere deka dividendata vo vid na akcii e samo transakcija so hartija. Zadr`anata dobivka ostanuva vo dru{tvoto. Nema prenos na imot od dru{tvoto na akcionerot kako {to bi imalo so ispla}aweto na dividenda vo pari.

Od gledna to~ka na akcionerot, dobivaweto na akcii za dividenda e pomalku sigurno otkolku dobivawe na pari. Nominalnata vrednost na akciite za dividenda nema vrska so vistinskata vrednost na akcijata. Pazarnata vrednost na akcijata mo`e da bide pomala od nominalnata vrednost. Izdavaweto na

dopolnitelni akcii mo`e ednostavno da ja namali vrednosta na postoe~kite akcii. Na primer, edno dru{tvo ima 100 akcii. Nominalnata vrednost na edna akcija e 100 denari, a pazarnata vrednost na edna akcija e 200 denari. Akcionerskoto sobranie odlu~uva da izdade akcii za dividenda. Dopolnitelni 100 akcii se raspredeleni na akционерите. Nominalnata vrednost na akcijata ostanuva 100 denari. Me|utoa sega ima 200 nadvoren{ni akcii. Ako pretpostavime deka kumulativnata pazarna vrednost na akciite e bazirana na osnovnata vrednost na dru{tvoto i deka vrednosta ne e smeneta, mo`ebi pazarnata vrednost na edna akcija e namalena od 200 na 100 denari. Ova e taka bidej|i nema pove}e akcii na pazarot, me|utoa osnovnata vrednost na dru{tvoto ostanala ista. (Pred izdavaweto na dopolnitelnite akcii ima{e 100 akcii H 200 denari = 20.000 kumulativna vrednost na akcijata. Po izdavaweto na dopolnitelnite akcii ostanuva 20.000 kumulativna vrednost na akcijata, no sega e podelena so 200 akcii {to rezultira vo 100 denari na pazarna vrednost na akcija). Rezultatot e deka akcionerot e vo ista pozicija po dobivaweto na akcii za dividenda kako {to bil pred dobivaweto na akciite za dividenda. Zatoa, akционерите obi~no bi pretpo~itale da dobijat pari namesto akcii za dividenda bidej|i dividendata vo pari ima utvrdena vrednost i ne zavisi od fluktuaciите na pazarnata cena na akcijata.

Sekoga{ koga se donesuva odluka da ne se raspredeli dividenda vo vid na pari, sredstvata ostanuvaat vo dru{tvoto kako zadr`ana dobivka. Dokolku so odlukata se zgolemuva osnovnata glavnina preku prenos na del od zadr`anata dobivka bez da se izdadat dopolnitelni akcii, rezultatot e zgolemuvawe na nominalnata vrednost na postoe~kite akcii. Ako so odlukata se izdavaat akcii za dividenda koja{to e ednakva vo kumulativna nominalna vrednost na prenosot od zadr`anata dobivka vo osnovnata glavnina, osnovnata glavnina se zgolemuva, me|utoa nominalnata vrednost ostanuva. Vo dvata slu~ai, efektot vrz dru{tvoto e ist - ima pove}e pari~ni sredstva na raspolagawe. Isplatata na dividendata vo akcii pretstavuva zgolemuvawe na osnovnata glavnina. Dru{tvoto e dol`no da ja sprovede postapkata za zgolemuvawe na osnovnata glavnina, iako vo reducirana

forma. Zgolemuwaweto na osnovnata glavnina se smeta za izvr{eno otkako site akcii }e im bidat izdadeni na akcionerite. Po iskluk, isplata na dividendata vo akcii mo`e da se izvr{i so dodeluwawe na sopstvenite akcii na dru{tvoto na akcionerite koi{to izbrale da primate dividendata vo akcii.

Vo slu~aj koga akciite na oddelni korporativni pretprijatija dostignuwaat pogolemi vrednosti, se pristapuva kon podelba na akciite. So podelbata na vrednosta, od edna akcija se dobivaat dve, tri ili pove}e akcii, so srazmerno pomala vrednost. Na primer, od edna akcija koja {to vredi 1.000, so podelbata se dobivaat dve akcii od po 500. So ovaa operacija se multiplicira brojot na izdadenite akcii i brojot na akciite na sekoj akcioner, bez da se promeni vkupnata vrednost na akciite i u~estvoto na sekoj akcioner vo vkupnata vrednost na akciite (akcionerskiot kapital).

Vo ovoj kontekst zna~ajno e da se spomene zarabotuva~kata po akcija (Earnings per share –EPS) koja pretstavuva naj~esto koristen statisti~ki koeficient za performansite na korporaciite {to javno kotiraat. Toj se koristi za sporeduwawe na operativnite performansi i za celite na vrednuwaweto bilo direktno ili zaedno so pazarnite ceni vo poznatata forma cena / zarabotuva~ka (R/E).

Za korporaciite {to imaat samo obi~ni akcii, presmetkata na ERY e relativno pravoliniski naso~ena.

136

	Raspolo`livi	zarabotuva~ki	na
obi~nite akcioneri			
Osnoven ERY=	<hr/>		
akcii vo optek	ponderiran	prose`en broj	obi~ni
ili			
akcii	neto dobivka	-	prioritetni

¹³⁶ Vidi: Gerald I. White, Ashwind C. Sondhi, Dov Fried: „The analysis and Use of Financial Statements”, prevod od angliski: Komisija za hartii od vrednost

na Republika Makedoiija, 2003 god., str. 224 - 232.

akcii vo optek ponderiran prose~en broj obi~ni

kade {to akciite naj~esto se merat preku brojot meseci {to im preostanuvaat na tie akcii. Broitelot {to se upotrebuva za presmetuvawe na ERY mora da bide ednakov na raspolo`livite zarabotuva~ki za raspredelba na obi~nite akcioneri. Poradi toa dividendite na prioritetnite akcii, objaveni ili kumulirani, mora da bidat odzemeni od neto - dobivkata.

Korporaciite ~ii strukturi na kapitalot vku~uvaat opcii ili konvertibilni hartii od vrednost (prioritetni akcii i dolg) imaat kompleksna struktura na kapitalot. Ovie korporacii mora da go priznaat potencijalniot efekt od ERY do konverzijata na tie hartii od vrednost dokolku vakvata konverzija rezultira vo ubla`uvawe na ERY. Ovie korporacii mora da objavat dve brojki za ERY.

Terminot RERY {to gi ozna~uva primarnite zarabotuva~ki po akcija naj~esto se upotrebuva za objavuvawe na efektite od hartiite od vrednost od koi poteknuva zna~aen del od nivnata vrednost od nivnoto pravo za konverzija. Vakvite hartii od vrednost se narekuvaat ekvivalenti na obi~ni akcii (SYE). Opciite i varantite sekoga{ se razgleduvaat kako SYE. Konvertibilniot dolg i prioritetnite akcii se razgleduvaat da bidat SYE samo dokolku nivniot efektiven prinos e pomal od dve tretini od prose~niot.

Prinosot na obvrznicata na denot na izdavaweto e:

Raspolo`liva neto dobivka za obi~ni akcii + korekcija za SYE

RERY=

ponderirani obi~ni akcii + ponderiran SYE

Podelbata na akciite doveduva do zgolemuvaawe na tro{ocite na korporacijata, no od druga strana, poradi zgolemenata pobaruva~ka za akcii so pomali vrednosti, mo`no e da se zgolemi pazarnata vrednost na akciite.

Zna~ajna odluka na dividendnata politika e i otkupot na sopstveni akcii {to zna~i kupuvawe na akcii od strana na korporacijata {to gi izdala. So ovaa operacija korporacijata ja namaluva sumata na gotovi pari, iska`ana na stranata na sredstvata vo bilansot na sostojbata, ednovremeno namaluvaj}i go akcionerskiot kapital, iska`an spored nominalnata vrednost na akciite i vi{okot nad nominalnata vrednost, soodr`ani vo bilansot na sostojbata, na stranata na izvorite.

Otkupuvaweto na sopstvenite akcii doveduva do namaluvawe na brojot na akciite kaj akcionerite i namaluvawe na sopstveni - akcionerski kapital, a se koristi kako merka za menuvawe na strukturata na kapitalot, ili za namaluvawe na vi{okot na pari, za ~ie koristewe korporacijata nema racionalno alternativno re{enie.

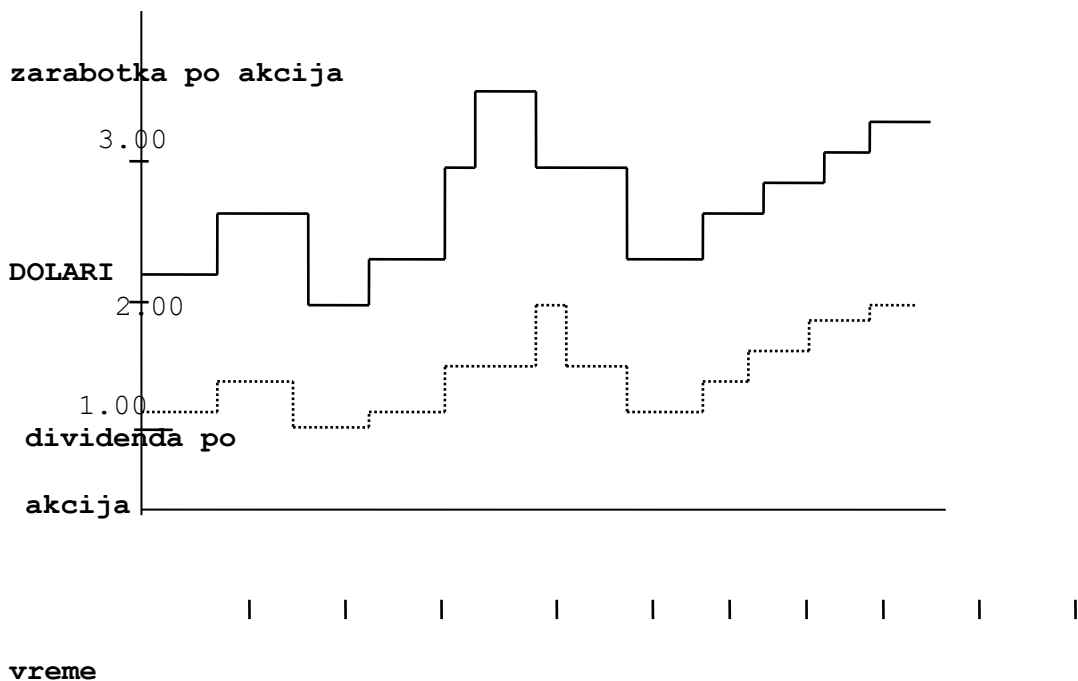
Otkupot na akcii za korporacijata ima sli~no vlijanie kako i isplatata na dividenda vo pari: so otkupuvaweto na akciite se namaluvaa nejzinite pari~ni sredstva, no i sopstveni kapital, kako izvor na pari. So otkupot na akcii, isto taka, se namaluva i brojot na akcii kaj akcionerite, a otkupeni broj akcii {to se pribiraat vo korporacijata se poznati kako trezorski akcii. So ovoj termin se ozna~uva deka tie se izvadani od kapitalot na akcionerite.

Otkupuvaweto na akciite od nivnite sopstvenici mo`e da se vr{i na nekolku na~ini, i toa: so kupuvawe na otvoren pazar; ponuda so tender, koja zna~i formalna ponuda od korporacijata za otkupuvawe na opredelen broj sopstveni akcii po opredeleni ceni (obi~no ne{to povisoko od pazarnata cena); so pazarewe za otkup na pogolem blok akcii od eden ili od pove}e akcioneri.

3. Politika na isplata na dividenda i nejzino vrednuvawe

Vo praktikata, pokraj za procentot na isplata na dividenda, investorite se interesiraat i za nejzinata stabilnost. Cenata na akcijata koja nosi stabilna dividenda vo tekot na celiot period, mo`e da bide pogolema otkolku vo slu~aj da se ispla}a fiksen procent na zarabotka.

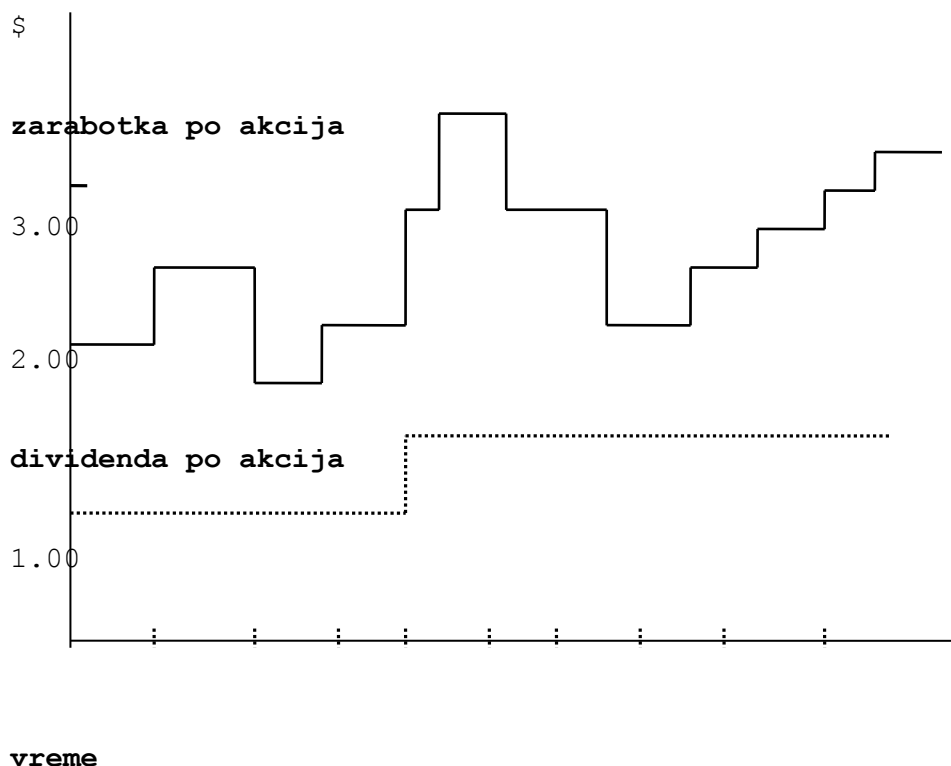
Da pretpostavime deka korporacijata "H" ima dolgoro~na stapka na isplata na dividenda vo iznos od 50% od zarabotkata. Taa go ispla}a ovoj procent sekoja godina i pokraj faktot {to zarabotkite se cikli~ni. Dividendite na ovaa korporacija mo`at da se pretstavat na sledniov na~in:



Grafi~ki prikaz 6: Dividenda na korporacijata "H" ¹³⁷

¹³⁷ James C. Van Horne: „Finansijsko upravljanje i politika (Finansijski menadzment)”, Stanford Univerzity, Mate - Zagreb, 1993 god., str. 366.

Na druga strana korporacijata "U" ima apsolutno ist iznos na zarabotka i dolgoro~na stapka na isplata na dividenda od 50%, no zadr`uva relativno stabilna dividenda vo tekot na celiot period. Taa go menuva apsolutniot iznos na dividenda samo da go zadr`i osnovniot trend na zarabotka. Dividendite na ovaa korporacija isto taka }e gi prika`eme so pomo{ na grafikon na sledniov na~in:



Grafi~ki prikaz 7: Dividenda na korporacijata "U" ¹³⁸

Dolgoro~no gledano, vkupniot iznos na dividenda {to go platile dвете korporacii e ist, no sepak pazarnata cena na akciite na korporacijata "U" mo`e da bide pogolema od cenata na akciite na korporacijata "H", dokolku ostanatite raboti se isti.

¹³⁸ James C. Van Horne: „Finansijsko upravljanje i politika (Financijski menadzment)”, Stanford University, Mate - Zagreb, 1993 god. , str. 367.

Vkupnata politika na dividenda na korporacijata "U" je bide podobro primena, bidejji nejzinata politika pokraj procentot na isplata na dividenda vo odnos na zarabotka, go vku~uva i na~inot na koj se ispla}a dividendata. Imeno, taa je ja zgolemi dividendata samo vo slu~aj koga e vistinski uverena deka mo`e da ja odr`i takvata dividenda, podobro otkolku da ja menuva vo zavisnost od promenata na zarabotkata po akcija.

Investitorite mo`at da bidat skloni kon pla}awe na premija za stabilnosta na dividendata, poradi: informacionata sodr`ina na dividendata, `elbata na investorot za tekovniot prihod i odredeni institucionalni viduvawa.

Najprvo, od golemo zna~ewe e toa {to dividendata mo`e da pridonese za odstranuvawe na neizvesnosta kaj investorot. Koga zarabotkata opala i korporacijata ne ja namaluva svojata dividenda, toga{ pazarot pove}e mo`e da veruva vo akcijata, otkolku koga dividendata se namaluva. Menaxmentot na korporacijata mo`e da vlijae na o~ekuvawata na investorite, preku informacionata sodr`ina na dividendata. Me|utoa, taa ne mo`e postojano da go zala`uva pazarot. Dokolku postoji trend na opalawe na zarabotkata, stabilnata dividenda nema da mo`e da gi pokrie lo{ite sostojbi. Ako nestabilno se raboti, so zabele`itelno namaluvawe na zarabotkata, stabilnata dividenda nema da uspee da ja za~uva la`nata slika za stabilnost vo raboteweto.

Investitorite koi sakaat da ostvarat određen periodi~en tekoven prihod, je bidat pove}e nakloneti kon korporacijata so stabilna dividenda, otkolku kon onie so nestabilna dividenda i pokraj toa {to tie mo`e da imaat isti dvi`ewa na zarabotuva~ka i ista dolgoro~na isplata na dividenda.

Vo slu~aj koga dividendata ne e dovolna za tekovnite potrebi na investorite, tie mo`at da prodadat del od svoje akcii, za da dojdut do potrebniot prihod. Me|utoa, fakt e deka tie ne sakaat da ja namalat glavnica, i pokraj transakcionite tro{oci i tro{ocite poradi nelikvidnost. Poradi ovie pri~ini investorite svesni za svoje prihodi, mo`at stabilnata dividenda da ja ocenat kako pokorisna.

Stabilnata dividenda mo`e da ima svoi prednosti i od aspekt na ovozmo`uvaweto za kupuvawe akcii na oddelni institucionalni investitori. Razni dr`avni tela pripremaat posebni listi na hartii od vrednost, vo koi {tedilnicite, osiguritelnite dru{tva, razni fondovi itn., mo`at da vlo`uvaat. Korporaciite za da bidat na taa lista mora da imaat neprekinat tek na dividenda. Namaluvaweto na dividendata ili nejzinoto neispla}awe, mo`e da dovede do iskluu`uvawe od listata.

Ovie obrazlo`uvawa koi se davaat kako poddr{ka za stabilnata dividenda, imaat pozitivno vlijanie vrz pazarnite ceni, poradi {to sekoe korporativno pretprijatie se stremit kon stabilnost pri isplatata na svoite dividendi. Ova e vo soglasnost so veruvaweto deka stabilnata dividenda pozitivno vlijae na vrednosta.

Vo tekot na dolgoro~en vremenski period, opredelen broj na korporacii ja sledat politikata na dvi`eweto na stapkata na isplata na dividenda. Nekoi avtori tvrdat deka dividendite se prilagodeni sprema promenite na zarabotuva~kata, no so odredeno zadocnuvawe.¹³⁹ Koga zarabotuva~kata se zgolemuva, korporacijata ja zgolemuva dividendata samo vo slu~aj koga ~uvstvuvaa deka mo`e da go odr`i toa zgolemuvawe na zarabotuva~kata. Isto taka, korporaciite razmisluvaat okolu smaluvaweto na apsolutniot iznos na svoite dividendi vo pari. Ovie dva faktori go objasnuvaat vremenskoto zadocnuvawe na promenite na dividendata, koi nastanuvaat posle promenite vo zarabotuva~kata.

Vo slu~aj koga doa|a do rast vo sopstveni~kite aktivnosti, odnosot na zadocnuvaweto stanuvaa vidliv kaj zadr`anata zarabotuva~ka vo odnos na dividendata. Vo slu~aj na opa|awe na sopstveni~kite aktivnosti, stapkata na zadr`ana zarabotuva~ka raste pobavno od dividendata.

So samiot fakt {to vo korporativnite pretprijatija postojat privilegirani, odnosno preferencijalni akcii, obi~nite akcii imaat za

¹³⁹ Vidi: Louis Engel i Henry R. Hecht: „How to buy stocks”, Brown and Company, New York, 2002god., str. 151 - 159.

pretpostavka deka nivnite vrednosti se utvrduvaat na razli~en na~in, a toa zna~i deka za ednakva masa na dividenda se anga`ira razli~na masa na kapital, vo zavisnost od razlikite vo stepenot na rizik. Za obi~nite akcii, site akcioneri dobivaat ednakva vrednost na dividenda po akcija so ednakva nominalna vrednost. Toa ne zna~i deka vrednosta na dividendata e ednakva i vo odnos na preferencijalnite akcii. Sopstvenicite na preferencijalni akcii me|usebno se vo izedna~ena polo`ba za ednakva forma na preferencija. Vo taa smisla, tie za ednakva nominalna vrednost na svoje akcii }e dobijati ednakva preferencijalna dividenda, koja mo`e da bide pogolema ili pomala od dividendata koja ja dobivaat sopstvenicite na obi~nite akcii.¹⁴⁰

Na~inot na formirawe na vrednosta na akciite slikovito i mnogu ednostavno, go iznesol prof. D-r Dragan Krasuqa¹⁴¹, so slednirov primer: "Da pretpostavime deka nekoja korporacija emitovala preferencijalni akcii so nominalna vrednost od 100\$ i dividendna stapka od 8% na nominalnata vrednost. Od aspekt na utvrduvaweto na nivnata pazarna vrednost, dovolno bi bilo da se konstatira samo toa deka se raboti za akcii koi na sopstvenikot mu garantiraat fiksen godi{en prinos od 8 \$. Ako potencijalnite kupuva~i ocenat deka toj prinos e izlo`en na ist stepen na rizik kako prinosot koj{to bi mo`el da se ostvari so vlo`uvawe na kapitalot vo drugi alternativni, toga{ pazarot na hartii od vrednost bi gi prifatil emitirane akcii po nominalna vrednost odnosno cena. Ili, so drugi zborovi ka`ano, pazarnata vrednost na emitirane akcii bi bila ednakva na nivnata nominalna vrednost, so ogled na toa deka pazarnata stapka na kapitalizacija e ednakva na nominalnata dividendna stapka."

Me|utoa, so tekot na vremeto mo`e da dojde do zna~itelni otstupuvawa pome|u nominalnata i pazarnata

¹⁴⁰ D-r Dragoslav Slovi}: "Savremeni finansiski menaxment", Beograd,

1991 god., str. 326

¹⁴¹ Prof. D-r Dragan Krasuqa: "Poslovne finansije", Beograd, 1994 god.,

str. 60

vrednost na akcije, zaradi promena na stranah na pazarni stopi na kapitalizacija. Dokolku, korporacija permanentno se razvija, raste i redovno pla}a dividenda na svoje sopstveniki, toga riziko na vlo`uvanje vo nivni preferencialni akcii relativno bi se namalil vo odnos na druge alternative. Toa, najverojatno bi se odrazilo preko srazmerno opale na pazarni stopi na kapitalizacija na akcije na ta korporacija, duri i vo slu`aj koga kamatni i dividendni stopi na pazari na kapital poka`uwa tendencija na porast. Ako na to nominalni stepen na riziko mu odgovara, na primer, stopi na kapitalizacija od 6%, pazarni vrednost i cena na preferencialni akcii bi porasla na 133\$ (8/0,06). Po ta cena tie bi se kupovale i prodavale na sekundarni pazari na hartii od vrednost, se dodeka ne dojde do novi promeni na fakturite koi ja determiniraat efektivni stopi na kapitalizacija. Vo sprotivni okolnosti, riziko na vlo`uvanje vo korporacija je raste, to je dovede do opale na pazarni vrednost na nejzini preferencialni akcii, odnosno zgolemuwane na stopi na kapitalizacija po koja to pazari na hartii od vrednost gi valorizira tie akcii.

Trguvaj{i od to deka dividenda ozna`uva del od dobitka to korporacija im go isplatuva na svoje akcioneri, bilo vo gotovo, bilo vo akcii, treba da se istakne deka za isplata na dividenda na akcionerite se koristat i drugi izvori, a ne samo tekovni ili akumulirani dobitki. Takva e isplata od kapitalot, pri likvidacija na korporacija. Za razlika od isplata na dividenda od dobitka, za vakvi vid isplata se veli deka e distribucija na kapitalot ili likvidacijska dividenda.

Dividenda to se isplatuva vo pari mo`e da se javi vo pove}e formi. Poznajni formi se: ramnomerna dividenda vo gotovo, ekstra dividenda, specijalna dividenda i likvidacijska dividenda.

Ramnomerna dividenda vo gotovo e isplata vo gotovo to ja vr{i korporacija na svoje sopstveniki vo normalni tek na rabote, edna, dvapati ili `etiripati godi{no. Ponekoga, osven isplata na ramnomerna dividenda vo gotovo, se vr{i isplata i na ekstra dividenda vo gotovo, koja za

razlika od ramnomernata mo`e, no ne mora, da se povtoruva vo idnina. Specijalnata dividenda, kako {to poka`uva nejzinoto ime, ne e redovna, se isplatuva vo nekoi slu~ai, i obi~no ne se povtoruva. Likvidacionata dividenda se isplatuva koga del od korporacijata ili celata korporacija e vo postapka na likvidacija, pod uslov od raspolo`livi kapital prethodno da bidat isplateni obvrskite {to imaat prioritet vo podmiruvaweto.

Koeficientot za isplata na dividendi pretstavuva procent od isplatenite zarabotuva~i za dividendi kako

$$\text{Isplateni dividendi} = \frac{\text{dividendi}}{\text{neto - dobivka}}$$

Vo osnova, korporaciite vo porast imaat nizok koeficient za isplata na dividendi, bidej{i zadr`uvaat najgolem del od nivnata dobivka za finansirawe na idnata ekspanzija. Korporaciite vo fazata na sozrevawe imaat tendencija na povisok koeficient za isplata na dividendi.

Kon isplata na dividenda se pristapuva po odluka na nadle`en organ, naj~esto, odborot na direktorite ili upravniot odbor. Deklariraweto na korporacijata deka }e vr{i isplata na dividenda zna~i prezemawe obvraska sprema akcionerite, koja }e mora da bide izvr{ena. Iznosot na dividendata vo gotovo se izrazuva vo pari~na edinica po edna akcija, no postoi mo`nost i za poinakvo izrazuvawe, na primer, kako procent od pazarnata cena, ili kako procent od dobivka po akcija.

Postapkata za isplata na dividenda vo gotovo se odviva po odredena hronologija vo koja se opfateni nekolku datumi:

- Datum na deklarirawe na isplatata na dividendata. Na ovoj datum nadle`niot organ, ja donesuva odlukata da se vr{i isplata na dividenda, ja objavlupa visinata na dividendata, datumot na isplatata i datumot do koj imatelot na akcijata se zdobiva so pravo na dividenda.

- Posleden datum za pravoto na dividenda. Za da se znae na kogo treba da se isprati ~ekot za

isplata na dividendata, se predviduva posledniot den do koj imatelot na akcijata go zadr`uva pravoto na dividenda. Toj datum obi~no iznesuva nekolku dena (vo SAD ~etiri rabotni dena) pred denot na registracijata na sopstvenicite na akciite. Onoj {to do ovoj den }e se javi kako imatel na akcijata ima pravo na dividenda. Kuponata akcija, po ovoj datum na noviot sopstvenik ne mu dava pravo na dividenda, za{to ne bi mo`el da bide evidentiran kako sopstvenik na akcijata. A toa zna~i deka akcijata e prodadena bez pravo na noviot kupuva~ na prvata dividenda.

- Datum na evidencija. Na opredelen datum korporacijata podgotvuva lista (spisok) na licata za koi veruva deka imaat pravo na naplata na dividendata. Dokolku nekoj ja kupil akcijata neposredno pred ovoj datum, poradi docneve na po{tata ne }e bide opfaten vo ovaa lista. Tokmu poradi toa, me|u posledniot datum za ostvaruvawe na pravoto na dividenda i datumot na evidencija, se ostava vreme od nekolku denovi, za da mo`e noviot sopstvenik na akcijata, {to kupuvaweto go napravil do toj datum, da bide evidentiran i da se zdoie so pravoto na naplata na dividendata.

- Datum na isplata. Ovoj datum e denot na koj preku po{ta im se ispra}a ~ekot za isplata na dividenda na site lica {to se evidentirani vo listata na sopstvenicite na akcii.

Za da se izvr{i isplata na dividendata potrebno e korporacijata da raspolaga so gotovi pari na svoje smetki. Po objavuvaweto na odlukata za isplata na dividendata, potrebniot iznos od neto dobivkata se prenesuva na smetkata na obvrski za isplata na dividenda. Krajniot efekt od isplatata na dividendata e namaluvawe na gotovite pari, kako eden vid na sredstvo i namaluvawe na akumuliranata dobivka, kako izvor na sredstva.

4. Relevantnost na odlukite na dividendnata politika

Samiot fakt {to odlukite za dividendnata pretstavuvaat sostaven del na vkupnata korporativna politika, dovolno zboruva za nivnoto znaewe. Vo literaturata, esto pati se istaknuva deka odlukite za izbor na investicionite alternativni, odlukite za na~inot na finansirawe na investicionite proekti i odlukite za dividenda, pretstavuvaat tri glavni grupi odluki, koi po svoeto znaewe gi nadminuvaat drugite. Pritoa treba da se ima predvid deka site tie odluki me|usebno se tesno povrzani i nivnite kone~ni implikacii se od su{tinska va`nost za funkcioniraweto na korporacijata.

Od edna strana, investiraweto podrazbira raspolo`liv kapital (interen i eksteren) i izbor na optimalna kapitalna struktura, dodeka, od druga strana, dividendnata politika vo znaajna merka ja determinira raspolo`livosta na internite izvori na finansirawe. Me|utoa, sekoja od ovie odluki treba da bide naso~eno kon ostvaruvawe na glavnata cel na (maksimizirawe na dobivkata, maksimizirawe na bogatstvoto na akcionerite i na pazarnata vrednost na korporacijata). Pri raboteweto, sekoga{ se pojavuva problemot za izbor na dividendnata politika, koja poednostavno mo`e da se svedi na odlukata koj del od dobivkata da se zadr`i za reinvestirawe, a koj da se podeli na akcionerite vo forma na dividenda. Pritoa, treba da se obezbedi optimalna politika na dividenda, koja, bilansiraj}i pome|u barawata na akcionerite za isplata na dividenda i obezbeduvaweto na potrebnite interni izvori za finansirawe na profitabilnite proekti }e ovozmo`i maksimizirawe na pazarnata vrednost na korporacijata.

Obidot da se objasni dividendnata kontraverznost se soo~uva so brojni parcijalni dilemi i pra{awa: dali dividendite se samo prosta raspredelba na raspolo`livite sredstva ili se ne{to pove}e od toa; zo{to korporativnite pretprijatiija pla}aat dividenda; dali akcionerite preferiraat tekovni isplati na dividenda ili, pak, nejzino odlagawe, odnosno dali dividendite se sekoga{ atraktivni za akcionerite i sli~no. Za da se pronikni

vo su{tinata na ovie problemi, e neophodno dividendnata politika da se rasvetli od dva aspekti: od aspekt na relevantnosta na dividendnite odluki za pazarnata vrednost na korporativното pretprijatie i od aspekt na stabilnosta na dividendnite pla}awa.

1. Razgleduvawata na problemot za relevantnosta na dividendnite odluki vrz pazarnata vrednost na korporacijata, vo literaturata i praktikata se odvivaat vo ramkite na dve sprotivni teorii (pristapi): rezidualnata teorija i teorijata na aktivna dividendna politika.¹⁴² Spored rezidualnata teorija, korporaciite pri odlu~uvaweto za visinata na dividendnite pla}awa gi izvr{uvaat slednive ~etiri aktivnosti:

- go determiniraat optimalniot kapitalen buxet;
- go utvrduvaat iznosot na akcionerski kapital koj e potreben za da se finansira toj buxet;
- ja opredeluvaat zadr`anata zarabotuva~ka; i
- ispla}aat dividenda samo ako dobivkata e pogolema od potrebite na kapitalniot buxet.

Od ova proizleguva deka dividendata pretstavuva edna rezidualna golemina posle finansiraweto na usvoeniot buxet. Rezidualnata teorija, dobivkata pove}e ja gleda kako izvor za finansirawe, otkolku izvor na dividenda.¹⁴³ Na prv pogled, vakvoto razmisluvawe e vo sprotivnost so interesite, no toa ne e taka. Imeno, i investitorite mo`at da preferiraat zadr`uvawe i reinvestirawe na del od dobivkata, vo slu~aj koga reinvestiraweto nudi stapka na prinos koja gi nadminuva o~ekuvawata na akcionerite. Dokolku na korporacijata í preostane dobivka, posle finansiraweto na site investicioni aktivnosti, toga{ toj ostatok }e bide transferiran na akcionerite vo vid na dividenda. Dokolku, pak, taa ne gleda dovolno profitabilni mo`nosti za vlo`uvawe,

¹⁴² D-r Dejan Malini}: "Politika dobiti korporativnog preduze~a"

Ekonomski fakultet - Beograd, 1999 god. , str. 234

¹⁴³ Brigham, E.F. , Gapenski, L. C. "Financijal Menagement, Theory and Practice", The Dryden Press, Harcourt Brace College Publishers, Fort Worth, 1994. , p. 624.

toga{ vkupnata raspolo`liva dobivka }e ja nameni za isplata na dividenda.

Vakviot pristap upatuva na zaklu~ok deka dividendite pretstavuvaat samo pasiven ostatek, koj e primarno determiniran od raspolo`livite profitabilni proekti. Isto taka, rezidualnata teorija ponatamu implicira deka investicionite i finansiskite odluki ja determiniraat pazarnata vrednost, poradi {to se od pogolemo zna~ewe od odlukite za dividenda. Bidej{i dividendite se irelevantni, akcionerite se celosno ramnodu{ni pome|u primawata na dividendata i kapitalnite dobivki. Vrz osnova na vakvite razmisluvawa, rezidualnata teorija zaklu~uva deka dividendata e vo funkcija na prosto prenesuvawe na neiskoristenite sredstva (dobivkata) na akcionerite.

Nasproti konzervativnite sva}awa na rezidualnata teorija koja, mora da se priznae, pretstavuva va`na startna to~ka vo istra`uvawata na problemite na dividendnata politika, stoi t.n. **aktivna dividendna politika**, vo ~ie{to sredi{te se nao|a tezata za tesnata povrzanost pome|u izbranata dividendna politika i pazarnata vrednost na korporacijata. Toa upatuva na sva}aweto za dividendata kako aktivna varijabila, za koja{to, vo procesot na odlu~uvawe, mora da se vodi posebna gri`a.

Za aktivnata dividendna politika mo`e da se zboruva sekoga{ koga nositelite na dividendnata politika odlu~at da isplatat dividendi vo iznos koj go nadminuva iznosot na rezidualnite sredstva, {to vo praksata ne e redok slu~aj. So vakvata politika se nastojuva da se postigne maksimizirawe na pazarnata vrednost i na bogatstvoto na akcionerite.

Uka`uvaweto na dividendata kako aktivna komponenta vo procesot na odlu~uvawe, pome|u drugoto, se zasnova na premisata deka dividendite se sredstva za prenesuvawe na va`ni informacii na investitorite. Se veruva deka dividendata ja reflektira idnata profitabilnost na korporacijata, koja{to pretstavuva realna determinanta na nejzinata pazarna vrednost. Tekovnite isplati na dividenda, za akcionerite zna~at pomala neizvesnost i rizik {to zna~i i pomal prinos na ostvarenite vlo`uvawa, {to vo sklad so osnovniot

model za vrednovanje na akcijite, implicira i nivna pogolema pazarna vrednost.

I, pokraj toa {to i dвете spomenati teorii imaat dijametralno sprotivni stavovi, sepa, vo krajna linija tie se naso~eni kon ostvaruvawe na ista cel: maksimizirawe na pazarnata vrednost na korporativnite pretprijatija.

2. Vtoriot aspekt na dividendnata politika se odnesuva na stabilnosta na dividendnite pla}awa, koja {to poodelni avtorii, isto taka, ja doveduvaat vo vrska so dvi`eweto na pazarnata vrednost. Postojat tri na~ini ili tri razli~ni strategii za isplata na dividenda, a toa se slednive:

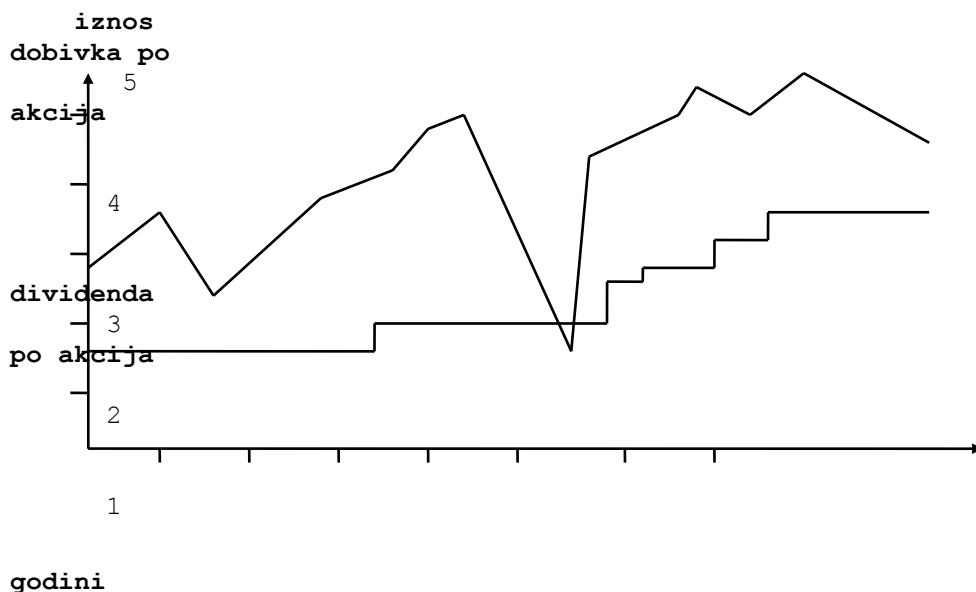
- politika na stabilni dividendi,
- politika na fluktuira~ki dividendi i
- politika na mali, redovni (periodi~ni) dividendi plus ekstra dividenda na krajot.

Politikata na stabilni ili vramnote`eni dividendni pla}awa pretstavuva naj~est tip dividendna politika, koj{to e prifaten od strana na nejzinite nositeli. Pod stabilnost mo`e da se podrazbere nastojuvawe na korporativniot menaxment da obezbedi ist iznos na dividenda po akcija, srazmerno na ostvarenata neto dobivka. Me|utoa, namesto apsolutna stabilnost, akcionerite pobrzo bi prifatile relativna stabilnost, koja podrazbira postepeno pomestuvawe na dividendnite isplati vo odnos na linijata na trendot na neto dobivkata, pri {to se nastojuva da se izbegnat kratkoro~nite oscilacii vo neto dobivkata.

Vakvite stavovi, prvenstveno se motivirani od faktot deka stabilnosta na dividendata gi privlekuva investitorite, poradi {to se veruva deka vakvata politika vodi kon zgolemuwawe na pazarnata cena na akcijite. Pri vodeweto na politikata na stabilni dividendi, posebno treba da se vnimava pri eliminiraweto na vlijanieto na slu~ajnite dobivki vrz visinata na dividendata. Premnogu visoko postavenata dividenda, koja podocna treba da se namali, sekoga{ ostava lo{ vpe~atok, posebno koga celata stopanska granka ne e prinudena da ja namali dividendata. Za da se izbegne takvata opasnost, potrebno e da se izbegnuvaat golemi fluktuacii vo dividendata, pri {to nositelite na dividendnata politika povremeno }e ja

menuvaat visinata na dividendata toga{ koga o~ekuvaat idnata dobivka da bide dovolno visoka, {to }e odgovara na povisokata dividenda. Kon smaluvawe na dividendata, se pristapuva mnogu retko i toa pretstavuva kraen poteg, koj{to se prezema vo slu~aj koga zarabotuva~kata sposobnost ne ovozmo`uva odlo`uvawe na tekovnite dividendi.

Obezbeduvaweto na relativna stabilnost na dividendata vo uslovi na izrazeni fluktuaciji vo dobivkata, mo`e grafi~ki da se prika`e na sledniov na~in:



Grafi~ki prikaz 8: Odnosot dobivka - dividenda vo uslovi na realizacija na stabilna politika na dividenda ¹⁴⁴

Korporaciite koi{to obezbeduvaat iska`uvawa na relativno stabilni dobivki od eden do drug period, }e mo`at da obezbedat stabilnost na dividendnite isplati na povisoko nivo vo odnos na onie korporaciji ~ija dobivka zna~itelno oscilira i koi se prinudeni pogolem iznos od dobivkata da akumuliraat kako

¹⁴⁴ James C. Van Horne, citirano delo, str. 355.

rezerva za odr`uvawe na stabilnosta vo periodite koga dobivkata zna~itelno opa|a.

Ostvaruvaweto na relativna stabilnost na dividendata po akcija vo uslovi koga dobivkata fluktuira, avtomatski zna~i i varijabilnost pri dividendnite isplati. Stapkata na dividendnite pla}awa }e se zgolemuva koga dobivkata opa|a i obratno. Me|utoa, nekoi istra`uvawa poka`uvaat deka pazarot gi vrednuva stabilnite i pozitivni dividendi, a ne stabilniot koeficient na isplati, odnosno deka golemite dividendni trendovi koi{to ne se prosledeni so adekvatni trendovi vo dobivkata, ne ja zgolemuvaat vrednosta na korporacijata.

Visokoto vrednuvawe na **dividendnata stabilnost** od strana na korporativniot menaxment, e posledica na nivnoto veruvawe deka akcionerite i drugite u~esnici na pazarot na kapital ja prifa}aat i na soodveten na~in ja vrednuvaat takvata politika. Vo prilog na toa zboruvaat slednite fakti:

- so stabilizacijata na dividendata se izbegnuvaat mo`nite negativni efekti,

- stabilnite dividendi pretstavuvaat sigurnost za vlo`uva~ite, rizikot e pomal, tie }e baraat pomala stapka na prinos, so {to sega{nata vrednost na korporativното pretprijatie }e bide pogolema, bidej}}i diskontnata stapka }e bide poniska,

- dividendnata politika so koja{to dividendite ~esto se menuvaat, ne obezbeduva sigurni informacii za zarabotuva~kata sposobnost na pretprijatiето,

- akcionerite koi dividendite gi smetaat kako izvor na tekovната potro{uva~ka, preferiraat redovni dividendi i poka`uvaat averzija sprema proda`bata na svoje hartii od vrednost, so cel nadomestuvawe na primawata vo lo{ite godini,

- stabilnata stapka na rast na dividendata gi potvrduva o~ekuvawata na investorite vo pogled na faktorite od osnovniot model na vrednuvawe na akciite i preku toa vlijae na zgolemuvawe na cenata na akciite i

- stabilnata politika vo dobrate i lo{ite delovni godini e znak deka korporacijata e finansiski stabilna i zdrava.

Primenata na politikata na fluktuira~ki dividendi zna~i prifa}awe na oscilaciite na dividendata od period vo period, vo soglasnost so fluktuaciite vo dobivkata (vo kontekst na aktivnata politika) ili u{te i so promenite vo investicionite mo`nosti (vo kontekst na rezidualnata teorija). O~igledno e deka vakvata politika, posebno e konzistentna so osnovnite postavki na rezidualnata teorija. Visokite varijacii posebno se karakteristi~ni za situacii koga neto dobivkata i raspolo`livosta na profitabilnite investicioni proekti, se dvi`at vo sprotivna nasoka. Taka, na primer, vo periodite so mala dobivka i golema kapitalna potro{uva~ka naj~esto ne se pla}a nikakva dividenda, dodeka vo periodite koga se ostvaruva zna~itelna dobivka i mala investiciona potro{uva~ka, dividendnite isplati }e bidat pogolemi.

Osnoven nedostatok na politikata na fluktuira~ki dividendi e toa {to nestabilnosta upatuva na nesigurni pazarni ceni na akciite na korporativното pretprijatie. Ottuka, golemite korporativni pretprijatiija ~ii{to akcii kotiraat na berzata, svesni za vakvite problemi, retko se opredeluvaa za politikata na fluktuira~ki dividendi. Taa mo`e da bide prifatлива toga{ koga se ostvaruvaa visoki zarabotki, taka {to oscilaciite vo dividendata nema da bidat tolku zabele`itelni. Isto taka, i malite korporacii so mal broj krupni akcioneri, ~ii{to akcii ne kotiraat na berzata, mo`at da ja prifatat politikata na fluktuira~ki dividendi.

Politikata na mali, redovni (kvartalni ili polugodi{ni) dividendi plus ekstra dividenda na krajot od godinata, pretstavuva kompromis pome|u prethodnite dve politiki. Iako, ovaa politika e pomalku prou~uvana i za nejze ne postojat posebni empiriski istra`uvawa, koj{to }e ja opravduvaat nejzinata vrednost, sepak mo`e da se re~e deka taa e atraktivna za korporaciite so izrazena varijabilnost na neto dobivkata i promenlivi barawa za samofinansirawe. So nejzinata primena se nastojuva da se obezbedi stabilnost, po pravilo, na dosta nisko nivo so cel taa da se odr`i i vo lo{ite delovni godini, no so mo`nost vo godinite na prosperitet da

se objavuva ekstra dividenda, kako dodatok na redovnite pari~ni primawa na akcionerite.

Prednosta na vakvata politika e vo toa {to taa mu nudi sigurnost na redovni dividendi, no istovremeno i neizvesnost za krajnite primawa po osnov na dividenda. Eventualnite nastojuvawa ekstra dividendata da se pla}a vo ist iznos i na regularna osnova, gi pribli`uvaat korporaciite kon politikata na stabilna dividenda.

*
* *

Na baza na istra`uvaweto, dojdov do soznanie deka odlukata za dividendna politika ne e nezavisna odluka, tuku naprotiv taa se donesuva zaedno so odlukata za strukturata na tro{eweto na kapitalot. Pri~inata za vakviot proces na povrzuvawe na odlukite e asimetri~na informacija koja vlijae vrz odlukite na menaxerite na dva na~ini:

1. Op{to zemeni menaxerite ne sakaat da izdadat nova obi~na akcija, bidej}i taa vku~uva tro{oci na osiguruvawe, provizii, honorari itn. {to mo`at da bidat izbegnati so upotreba na zadr`ani zarabotuva~ki so koi }e se finansiraat potrebite na korporacijata. Isto taka, asimetri~nata informacija pridonesuva investitorite da gledaat na prodavaweto na novata obi~na akcija kako na negativen signal, pri {to tie }e gi namalat svoje o~ekuvawa za prosperitetot na korporacijata vo idnina. Krajniot rezultat e deka najavuvaweto za izdavawe na nova akcija e sledeno so namaluvawe na cenata na akcijata vo korporacijata. Zemaj}i gi vo predvid celosnite tro{oci, vku~uvaj}i go i osiguruvaweto i tro{ocite na asimetri~nata informacija, menaxerite strogo preferiraat da primenuvaat zadr`ani zarabotki, kako nivni primarni izvori na finansirawe;

2. Poradi asimetri~nata informacija, analiti~arite i investitorite gi gledaat dividendnite promeni kako zna~ajno sredstvo za menaxerot da gi signalizira negovite veruvawa za idniot napredok na

korporacijata. Ottuka, dividendnite ograničuvawa imaat značen negativen efekt na cenata na akcijata.

Dividendnata odluka se pravi za vreme na procesite na planirawe, pa taka ima nesigurnost okolu mo`nostite za investirawe i rabotewe so protokot na gotovi pari vo idnina. Ottuka, vistinskata isplata vo bilo koja godina mo`e da bide pod ili nad dolgoročnata cel na korporacijata. Stabilen ili pokačen protok na dividendi posle dolg uspeh, signalizira deka finansiskite uslovi se pod kontrola. Ponatamu, nesigurnosta na investorot e namalena so stabilni dividendi, pri to, stabilniot dividenden protok go reducira negativniot efekt na izdavaweto nova akcija.

Opito gledano, korporaciite so superiorni mo`nosti za investirawe, postavuvaat poniski isplati na dividenda otkolku onie so posiroma ni mo`nosti za isplati, bidej{i onie so jaki mo`nosti za porast imaat potreba od pogolem kapital za otplata. Stepenot na nesigurnost, isto taka vlijae na odlukata. Ako ima pogolema nesigurnost vo predviduvawata na slobodniot gotovinski protok, toga najdobro e da se postavi poniska tekovna dividenda. Isto taka, korporaciite so odlu~uva~ki mo`nosti za investirawe mo`at da si dozvolat da postavat povisoki dividendi, bidej{i vo te{ki vremiwa investiciite mo`at da bidat odlo`eni za godina ili dve, so to se poka~uva protokot na gotovi pari pogodan za dividenda.

Prethodnite izločuvawa za dividendnata politika pretstavuvaat dovolna argumentacija od koja to mo`e da se izvle~e zaklu~ok deka na dividendnata politika i pripala centralno mesto ne samo vo politikata na raspredelba i politikata na dobivka voop to, tuku i vo vkupnata korporativna politika na pretprijatijata. Odlukite koi to se donesuvaat vo ramkite na ovaa politika, me|usebno se povrzani i usloveni edna od druga. Toa, prvenstveno se odnesuva na slednive odluki:

- odluka za toa kolkav del od dobivkata da se zadr`i za reinvestirawe, a kolkav del da se disponira na akcionerite;

- odluka za stabilnosta na dividendnite pla}awa i

- odluka za visinata na dividendnite pla}awa.

Nema somnenie deka visinata i stabilnosta na dividendnite isplati, bez ogled na na~inot na nivnoto interpretirawe, pretstavuvaat centralen problem na dividendnata politika. Negovoto uspe{no re{avawe zna~i pravilno formulirawe na uspe{na dividendna politika i donesuvawe na odluki koi }e ja vodat korporaciite kon ostvaruvawe na postavenite celi.

OSMA GLAVA

STEPENOT NA KORELACIJA POME\U INVESTICIONATA I DIVIDENDNATA POLITIKA

1. Investicionata politika kako segment na delovната politika i preduslov za ostvaruvawe na dividendnata politika

Koga se prou~uvaat i analiziraat investiciite, odnosno koga se zboruva za investicijata i investicionata politika, naj~esto se nastojuva da se dade odgovor na slednive pra{awa:

- teoretskite aspekti na investiciite kako ekonomska kategorija,

- makro i mikro aspekt za odnosot pomeju investiciite i razvojot,

- optimalizacija na strukturata na izvorite za finansirawe na investiciskite proekti,

- teoretski i aplikativen pristap na kriteriumite i metodite za ocenka na ekonomskata efikasnost na investicionite proekti,

- stepenot na rizik pri investicionite vlo`uvawa,

- pra{aweto za menaxmentot i investicionite odluki i golem broj drugi pra{awe koi zaslu`uvaat posebno vnimanie i razrabotka.

^esto pati se postavuva pra{aweto dali i vo kolkava merka investiciite i investicionata politika, kako nemonetarni faktori, mo`at da bidat determinanti za stabilna nacionalna ekonomija, odnosno determinanti za ekonomska i monetarna ramnote`a vo nacionalnata ekonomija. Ovde treba da se naglasi deka obemot, strukturata i intenzitetot na investicionite vlo`uvawa vo golema mera ja determiniraat stopanskata i monetarnata ramnote`a i pretstavuvaat nejzin zna~aen faktor.¹⁴⁵

Investiciite, pod koi se podrazbira del od vkupniot op{testven proizvod, odnosno nacionalen dohod, namenet za odredeni celi, pretstavuvaat onoj sektor koj dobiva strate{ko zna~ewe vo vkupnata politika na stopanskiot razvoj. So pomo{ na investiciite se nastojuva da se postignat dve zada~i: zabrzana dinamika na stopanski razvoj i ostvaruvawe na strukturni promeni vo stopanstvoto preku menuvawe na odnosot pomeju oddelni sektori i so prisposobuvawe na potrebite i uslovite za pobrz stopanski razvoj. Isto taka, investiciite se zna~ajni za odr`uvawe ili vospostavuvawe na stopanskata ramnote`a, a mo`at vo golema mera da vlijaat na nejzinoto naru{uvawe.¹⁴⁶

¹⁴⁵ Vidi: Prof. d-r Tihomir Jovanovski: "Antiinflaciska investiciona

politika" Nau~en skup: "Investiciono odlu`uvawe u uslovima

tranzicije", Pri{tina, 1999 god. , str. 159 - 164

¹⁴⁶ Prof. d-r Tihomir Jovanovski: "Antiinflaciska investiciona

Dolgoro~niot i dinami~en aspekt na stopanskiot razvoj podrazbira trojno visoka stapka na investiciiii kako najzna~aen parametar za ekonomskiost rast, zabrzan rast na organskiot sostav na sredstvata i primena na najvisokite standardi na tehnikata i tehnologijata.

Mo`e da se re~e deka investiciite pretstavuvaat vlo`uvawa za zgolemuwawe na kapitalniot fond, odnosno tie se dodavawe na fondot na realnite kapitalni dobra - oprema i ma{ini, grade`ni objekti i zalihi. Tie sozdavaat nov kapital. Ottamu, investiraweto mo`e da se razbere kako proizvodstvo i nabavka na trajni kapitalni dobra.¹⁴⁷

Amerikanskiot profesor Frenc Reilli, kako pretstavnik na sovremenata finansiska teorija na investiciite smeta deka investiraweto pretstavuva sega{no vlo`uvawe na pari~ni sredstva, so namera vo idnina da se dobie priliv na pari so koi }e se nadomesti investiraniot iznos za vremeto za koe sredstvata se vlo`eni, so o~ekuvanata stapka na inflacija, kako i so smetanata neizvesnost vo ostvaruvaweto na o~ekuvaniot priliv na pari~ni sredstva.¹⁴⁸

Od aspekt na individualniot investor, mo`e da se razlikuvaa dva tipa na investicii:

- prviot tip - realni investicii - investirawe vo sredstva za proizvodstvo;
- vtoriot tip - ~isti finansiski investicii.

Dvata tipa investicii na individualniot investor mu obezbeduvaat pari~ni prinosi. Me|utoa, od aspekt na nacionalnata ekonomija, ~istite finansiski investicii pretstavuvaat samo sopstveni~ki transferi i ne pretstavuvaat dodavawe na novi kapitalni fondovi. Od aspekt na nacionalnata ekonomija, samo toga{ koga se sozdava novo fizi~ko

politika” Nau~en skup: “Invesciono odlu~uvawe u uslovima

tranzicije”, Pri{tina, 1999 god. , str. 159 - 164

¹⁴⁷ Prof. d-r Metodija Nestorovski: “Invescionen menaxment”,

Ekonomski fakultet - Skopje, 2003 god. str.5

¹⁴⁸ Frank K. Reilly: „Investment Analisys and Portfolio Management”, third edition, The Dryden Press, Chicago, London , Tokio, 1998, str. 10.

kapitalno dobro stanuva zbor za prirast na kapital. Zatoa, kupuvaweto hartii od vrednost zna~i steknuvawe na pravo na sopstvenost. Toa e finansiska transakcija za ne{ta {to ve}e postojat, za ne{ta {to porano se sozdadeni. Tie, vo klasi~na smisla, ne se investicii tuku samo finansiski transakcii za promena na sopstvenosta.

Investiciite se edna od najzna~ajnite ekonomski kategorii vo ekonomskata nauka. Preku niv mo`e da se razbere procesot na ekonomski razvoj na nacionalnata ekonomija i na delovnite sistemi, bidej{i so niv se zgolemuva fondot na kapitalnite fondovi, raste proizvodniot potencijal, kako uslov za pogolema vrabotenost i povi{ok dohod. Vsuo{nost, investiciite se podvi`nikot na rastot.

Naj~est tip investirawe na pazarot na hartii od vrednost se kupuvawe na akcii i obvrznici. Akciite se potvrdi za sopstvenost vo nekoja korporacija, a obvrznicite se potvrdi za zaem daden na dr`avata ili na nekoja korporacija, zavisno od toa ~ija obvrznica se kupuva. Ima dva rezoni od finansiski aspekt za da se kupuvaat akcii: da se dobiva dividenda i da se {pekulira so cenata. Uspe{nite korporacii isplatuvaat dividenda na sopstvenicite na akcii, dodeka, neкои korporacii ne se vo sostojba da obezbedat redovni isplati na dividenda. Denes, pove}e se kupuvaat akcii za da se {pekulira so nivnata cena. Toa zna~i da se kupat akcii po poniski ceni so nade`deka tie }e se prodadat po povi{oki ceni, {to bi bilo poprofitabilno otkolku da se ~eka isplata na dividenda. Me|utoa, {pekulacijata so akciite e mnogu slo`ena finansiska aktivnost, zatoa {to orientacijata kon visoka zarabotka bara anga`irawe na pogolem iznos na pari i go zgolemuva rizikot. Natamu, dokolku investitorot kupi akcii bez dovolno informacii za korporacijata ima rizik cenata na akciite da padne. Kupuvawe eftina akcija od nekoja nerazrabotena korporacija e {pekulativna investicija. Mo`e da se dobijat visoki prinosi, ako korporacijata brgu se razraboti i ostvaruva visoki profiti, no mo`e i da se izgubat vlo`enite pari, dokolku taa ne uspee da se razraboti.

Pazarot na hartii od vrednost e visoko {pekulativen i mnogu slo`en za individualniot investitor. No, sepa ima re{enie za investirawe - za

onoj koj bi sakal da investira vo akcii, a nema dovolno informacii ili ne raspolaga so golemi iznosi na pari potrebni za kupuvawe akcii od korporaciiite od koi bi sakal da poseduva akcii, toa mo`e da go napravi preku t.n. investicioni fondovi. Tie se investicioni kompanii ~ij imot se sostoi od kupeni obvrznici i akcii od drugi kompanii. Kupuvawe na akcii od investicionen fond (vzaemni fondovi, investicioni trustovi, penziski fond, ili drugi vidovi na investicioni fondovi), ima dve prednosti za individualniot investitor vo odnos na pazarot na hartii od vrednost. **Prvata prednost** se sostoi vo toa {to menaxmentot na investicionite fondovi raspolaga so informacii za kupuvawe posigurni ili podobri hartii od vrednost, koi gi vku~uva vo portfolio to na fondot. **Vtorata prednost** se sostoi vo toa {to finansiskiot rizik se rasporeduva me|u pove`e razli~ni akcii i obvrznici {to se poseduvaat. Investiciite vo investicionite fondovi, poradi karakterot na vlo`uvaweto, se pomalku direkten metod na investirawe otkolku {to e kupuvaweto akcii preku finansiskite sovetnici - brokeri.

Kupuvaweto obvrznici, kako vtor vid na dolgoro~no anga`irawe na pari vo hartii od vrednost, e dogovor za zaem na pari. Vladite, vladinite agencii i javnite korporativni pretprijatija se zadol`uvaat na dolg rok so izdavawe obvrznici za da obezbedat sredstva za finansirawe na javni potfati, kako, na primer, izgradba na aftopati, elektri~ni centrali, vodo-snaabduva~ki sistemi. Tie obvrznici pretstavuvaat dolg koj }e bide vraten so kamata, no za dolg period, koj mo`e da bide podolg od 20 godini. Obvrznici, isto taka, mo`at da se emituvaat i za finansirawe na investicioni proekti.

Vo ovoj kontekst treba da se pravi razlika me|u poimite finansirawe i investirawe.¹⁴⁹

Finansiraweto, kako poznat poim za delovnite i javnite finansii, ima po{iroko znaewe otkolku poimot investicii. Procesot na investirawe, navistina, vku~uva i finansirawe (anga`irawe

¹⁴⁹ Vidi: Prof. d-r Metodija Nestorovski: "Investicionen menaxment",

Ekonomski fakultet - Skopje, 2003 god., str. 10 - 13

sredstva za izveduvawe na proektot, razni pla}awa), no ima brojni primeri na finansirawe {to nemaat ni{to zaedni~ko so investiraweto. Zatoa, vo smisla na investirawe, samo onie finansirawa koi pretstavuvaat pla}awa za sozdavawe i nabavka na novi realni dobra, kako i vlo`uvawa od koi se o~ekuvaat novi, zgolemeni vrednosti (prirast), se smetaat kako investicii.

Vo po{iroka finansiska koncepcija za investiciite, si pove}e se prifa}a sfa}aweto deka pod investirawe treba da se smetaat site onie dolgoro~ni vlo`uvawa na pari od koi se o~ekuvaat prinosi vo idnina, nezavisno od toa dali se raboti za vlo`uvawa vo realni kapitalni dobra i nezavisno od toa dali tie se direktni ili indirektni investirawa. Toa bi bila kategorijata investiciite (investment) vo po{iroka finansiska smisla. Vo takviot pristap i kupuvaweto hartii od vrednost - dolgoro~ni obvrznici i akcii, pretstavuva investirawe. Me|utoa, toa e po{iroka finansiska koncepcija na investiciite. Toa se navistina finansiski investicii od aspekt na vlo`uva~ot, od aspekt na poedinecot, na kupuva~ot, no toa ne pretstavuva neposredno formirawe na novi realni dobra. Od aspekt na nacionalnata ekonomija, investicii se samo vlo`uvawata vo porastot na finansiskiot kapital i porastot na trajniot obrten kapital.

Za da se dobie poseopfatna pretstava za zna~eweto na investiciite i investicionata politika kako segment na delovnata politika, neophodno e da se potencira nivnata va`nost za pobrz ekonomski razvoj, pred se na zemjite vo tranzicija.

Zemjite vo tranzicija imaat potreba od SDI (stranski direktni investicii) pred se zaradi niskata akumulativna sposobnost na doma{noto stopanstvo. Imeno, SDI se neophodni i zna~ajni, pokraj kako dopolnitelen izvor na kapital, i poradi pozitivnite efekti koi se o~ekuvaat od nivnoto prisustvo. Kako pozna~ajni pozitivni efekti koi se o~ekuvaat od niv se slednite:

- transver na moderna tehnologija,
- pogolema iskoristenost na postoe~kite kapaciteti i investirawe vo novi,
- porast na op{testveniот proizvod,

- porast na izvozot,
- namaluvawe na stapkata na inflacija,
- zgolemuwawe na vrabotenosta,
- podobruvawe na `ivotniot standard,
- prenos na stranski iskustva vo doma{nite menaxerski timovi.

Stranskite direktni investicii imaat i indirektno vlijanie vrz zabrzuvaweto na procesot na privatizacija, izgradba na institucionalna infrastruktura, pridones vo razvojt na pazarot na kapital i zgolemuwawe na konkurencijata na doma{niot pazar. Od druga strana, razvienite zemji imaat svoi pri~ini za vlo`uvawe vo zemjite vo tranzicija od koi kako pozna~ajni mo`e da se navedat slednite:

- golemiot pazar vo zemjite vo tranzicija so mo`nost za natamo{en razvoj;
- niskite ceni na rabotnata raka;
- bogatstvo so prirodni resursi;
- golemina na industriskata baza,
- blizina na pazarite do Zapadna Evropa,
- liberalizacija na zakonskata regulativa povrzana so SDI.

Najgolemo vlijanie vrz privle~nosta na SDI vo zemjite vo tranzicija sekako imaat visokoto nivo na kvalifikuvanost i stru~nost na rabotniot potencijal od edna strana i eftinata cena na istiot od druga strana. Bogatstvoto so prirodni resursi kako faktor za privlekuvawe na SDI e interesno i zna~ajno samo za poodelni zemji.

Mnogu zna~aen faktor za privlekuvawe na ovie investicii pretstavuva golemata industriska baza vo poodelni zemji vo koi iskoristenosta na kapacitetite e pove}e od zanemarлива. Isto taka, mnogu od ovie zemji izvr{ija liberalizacija na zakonskata regulative, pred s{e preku poednostavuvawe na zakonskite proceduri za vlez na SDI, osloboduvawe od danok od dobivka na onie korporacii vo koi ima stranski vlog, carinski osloboduvawa i dr.

Pokraj site ovie faktori koi vlijaat vrz privlekuvaweto na SDI, vo zemjite vo tranzicija postojat i faktori {to dejstvuvaat kako sopira~ki. Me|u niv najzna~ajni se slednite:

- politi~ka i ekonomska nestabilnost,
- slabo razvijen finansiski pazar,
- nezadovoljiten sistem na pravna sigurnost na investitorite,
- niska efikasnost na bankarskiot sistem,
- etni~ki konflikti, neizgradena demokratija i korumpiranost.

Bidej}}i site ovie faktori pretstavuvaat seriozna bariera za vlez na SDI, neophodno e da se prezemat merki za nivno anulirawe.

Toa zna~i detalno analizirawe i blagovremeno prezemawe merki za zgolemuwawe na investiciite, bez razlika dali se stranski ili doma{ni, so cel da se obezbedi zabrzan ekonomski rast i razvoj na zemjata. Od toa delumno }e zavisi i natamo{noto vrabotuwawe, socijalnite beneficiji i podobruvaweto na kvalitetot na `ivotot i standardot.

Vo ekonomskata teorija postojat mislewa spored koi slobodnoto dvi`ewe na kapitalot vo me|unarodni ramki ja pottiknuva efikasната alokacija na resursite, {to samo po sebe bi trebalo da go pottikne razvojt. Se smeta deka ekonomskata korist od SDI e dvostrana: prvo, SDI mo`at da im pomognat na zemjite ako nivnoto {tedewe e nedovolno za finansirawe na ekonomskoto pro{iruwawe; vtoro, prisustvoto na stranski pretprijatija vo zemjata e pridru`eno so pozitivni dopolnitelni vlijanija.

No, i pokraj vakvite mislewa, treba da se istakne deka SDI ne se edinstven lek za presvrt vo ekonomijata. No, ako dobro se iskoristat, tie mo`e da bidat generator na mnogu pozitivni efekti, so {to }e se podigne produktivnosta i konkurentnosta na makedonskite korporativni pretprijatija.

Vo svetot stranskite direktni investicii se dvi`at po utvrdeni pati{ta, koi{to so godini se koristat. Tie odat vo zemji kade{to ima najvisoka produktivnost na raboteweto; kade ekonomijata na trudot e razviena do najvisok stepen; kade normativite se so najvisoki standardi za potro{enite surovini i repromaterijali; kade brzo i efikasno se prifa}a nov proizvod ili nova tehnika na raboteweto od strana na vrabotenite; kade postojat sostojbi i uslovi za dobri me|u~ove~ki odnosi na vrabotenite.

Pokraj ovie uslovi se bara i dobra politi~ka i bezbednosna sestojba.

Seto toa vo krajna linija se sveduva na faktot {to SDI odat tamu kade }e mo`e da se ostvaruva profit. Ottuka, profitot e najgolemiot magnet za SDI. Dokolku smetkite vo kreiraweto na re{enijata za investicii, ne poka`uvaat profit i negova soodvetna golemina kako vo masa taka i vo procent, sopstvenikot ne se odlu~uva na deloven poteg za vlo`uvawe sredstva.

So eden zbor ka`ano, za privlekuvawe na SDI potrebno e da se razviva i celokupnata aktivnost vo zemjata vo oblata na delovnite odnosi so stranstvo.

Dokolku toa se ostvari, se sozdavaat mo`nosti za zdrava investiciona politika koja }e ja vodi zemjata kon ramnote`a, stabilnost i uspeh. Uspe{nite ostvaruvawa na investicionata politika, vo golema mera pridonesuva za uspeh na dividendnata politika, bidej{i tie se nadopolnuvaat edna so druga i me|usebno se uslovuvaat. Ako so investicionata politika se postignat o~ekuvanite celi, toa zna{i deka i dividendnata politika }e se stremlje kon celosno zadovoluvawe na interesite na akcionerite, a toa e isplata na visoka dividenda, {to pretstavuva pottik i mo`nost za novi investirawa.

2. Dividendnata politika kako zna~aen segment na razvojnata (investicionata) politika

Edna od osnovnite karakteristiki na korporativnite pretprijatija e toa {to tie se osnovaat so kapital na akcionerite koj pretstavuva sopstveni~ki i traen kapital na korporativnite pretprijatija vo celiot vek na nivnoto postoeewe bez obvraska za vra}awe na finansierite - akcionerite.

Vo pazarni uslovi na stopanisuvawe sosema logi~no se postavuva pra{aweto zo{to akcionerot (pravno ili fizi~ko lice) se odlu~uva svojot kapital (prete`no vo finansiski sredstva so rok na vtasuvawe

nad edna godina ili materijalni sredstva) da go vlo`i vo nekoje korporativno pretprijatie.

Negoviot motiv za vakvoto vlo`uvawe e dvoen:

1. da dobie dividenda - prinos koj o`ekuva da bide pogolem od prinosot vo koje bilo drugo alternativno vlo`uvawe i

2. da dobie prinos vo vid na razlika pomeju po`etnata kupovna i krajnata prodana cena na akcijata.

Za da gi ostvari ovie motivi akcionerot ima aktiven odnos sprema korporacijata. Toj se izrazuva vo pravoto na upravuvawe i odlu`uvawe za vitalnite prava (razvoj, integrirawe, dezintegrirawe, raspredelba, izbor na menaxeri, direktori i sl.). Seto toa se pravi so cel korporacijata kontinuirano da raboti rentabilno, da ostvaruva profit i del od toj profit da oddeluva na ime u`estvo na akционерите vo dobivkata na korporacijata, koje to u`estvo se narekuva dividenda.

Sporod toa mo`e da se zaklu`i deka dividendata se izrazuva na dva na`ina:

1. kako apsoluten iznos - del od dobivkata namenat za akционерите srazmerno na vrednosta na akcijite i

2. kako stapka - relativen iznos pomeju dividendata vo apsoluten iznos i vrednosta na akcijite, pri to naj`esto se zema vrednosta na obi`nite akcii.

Kapitalot vlo`en vo korporativното pretprijatie na akционерot mu nosi prinos. Nii komponenti se kapitalnata dobivka i dividendata. Kapitalnata dobivka pretstavuva iznos to akционерot go dobiva so prodaba na akcii nad nivnata nominalna vrednost. Dividendata e periodichen dohod na akционерot, to go dobiva od profitot na pretprijatiето, vrz osnova na poseduvawe na akcii i mo`e da se smeta kako prinos od izvr`eno vlo`uvawe. Vsugnost, dividendata kako troшок na sopstveniот kapital, pretstavuva zna`itelен odliv na pari za golem broj na korporaciji. No, toa e znaajno ne samo za korporacijata, tuku i za site postojni i idni investitori, koi o`ekuvaат opredelen prinos od svojot kapital to go vlo`ile ili }e go vlo`at vo kupuvawe na akcii.

Dividendnata politika pretstavuva podra~je za koe akcionerite se posebno zainteresirani, no istovremeno i podra~je preku koe korporativniot menaxment vodej}}i smetka za mo`nata povrzanost pomeju dividendnata i pazarnata vrednost na korporativното pretprijatie, nastojuva da gi za~uva negovite interesi. So samoto toa, dividendite pretstavuvaat isklu~itelno kompleksna materija koja podrazbira regulirawe na pravnite ramki vo pogled na nivnata visina i na~inot na isplata, utvrduvawe na osnovata koja{to e predmet na podelba, kako i sogleduvawe na donesenite finansiski odluki na toa podra~je. ¹⁵⁰

Dividendnata politika, vsu{nost, e faktor koj{to ja determinira raspredelbata na neto dobivkata na dividenda i akumulirana dobivka. Dividendite se pari~ni primawa na akcionerite, dodeka akumuliranata dobivka pretstavuva eden od najzna~ajnite izvori za finansirawe na rastot na korporaciite.

Vo vrska so dividendnata politika se razgleduvaat razli~ni pra{awa, kako {to se: dali problemite povrzani so dividendata se zna~ajni za korporacijata, kako vo praktikata se re{ava problemot na raspredelbata, dali mo`at da se konstruiraat matemati~ki modeli so pomo{ na koi }e se re{at ovie problemi itn. Me|utoa, klu~nite pra{awa vo vrska so dividendnata politika se odnesuvaat na toa dali taa politika mo`e da vlijae na promenata na pazarnite ceni na akciite na korporacijata, odnosno na promenata na nejzinata pazarna vrednost.

Vo vrska so toa nastanale razli~ni teorii za dividendnata politika, kako i razli~na praktika vo oddelni korporacii.

Vo teoretskata misla, so tekot na godinite se izdiferencirani razli~ni teorii za dividendnata politika, od koi posebno se izdvojuvaa slednive: ¹⁵¹

¹⁵⁰ D-r Dejan Malini}: "Politika dobiti korporativnog preduze~a",

Ekonomski fakultet - Beograd, 1999 god., str. 227

¹⁵¹ Prof. d-r Milorad Ivani{evi}: "Osnovni elementi dividendne

politike", Ekonomski fakultet - Beograd , Zbornik radova, Brezovica, 1997 god.

- teorija na rezidualna dividenda,
- teorija za irelevantnost na dividendata i
- teorija za relevantnost na dividendata.

Teorijata na rezidualna dividenda poa|a od pretpostavkata deka vo svetot na perfektno racionalni vlo`uva~i i menaxeri, dividendata mo`e da bide tretirana kako rezidualna vrednost.¹⁵²

Rezidualnata vrednost, odnosno ostatokot od delot na neto dobivkata, posle prifa|aweto na site rentabilni alternativni za vlo`uvawe kapital vo korporacijata, mo`e da se isplati na akcionerite vo vid na dividenda. Najprvo, treba da se izgotvi plan za kapitalni vlo`uvawa koj |e gi opfati site raspolo`livi alternativni. Za realizacija |e bidat prifateni site alternativni koi go ispolnuvaat kriteriumot na rentabilnosta, odnosno ~ija o`ekuvana interna stapka na prinos e pogolema od prose~nata cena na kapitalot na korporacijata. Da pretpostavime deka za izbranite alternativni potrebno e vkupno investirawe na kapital od 3.000.000 den. so pretpostavka deka ostvarenata vkupno neto dobivka iznesuva 3.200.000 den., a odnosot pome|u dolgovite i sopstveniот kapital e 25%: 75%. Za da mo`e vo celina da se finansira planot na kapitalnite vlo`uvawa, so odr`uvawe na zadovoluva~ka finansiska struktura, sopstveniот kapital vo izvorite na finansirawe treba da se zgolemi za 2.250.000 den. (3.000.000den. h 75%/100). Bidej|i cenata na akumulirana dobivka e poniska od cenata na kapitalot koj bi se sozdal so emisija i prodaba na novi obi~ni akcii, vkupnoto zgolemuwawe na sopstveniот kapital bi proizlegol od akumuliraweto na neto dobivkata. So toa, sopstveniот interen kapital bi se zgolemil za 2.250.000 den. So ogled na toa deka ostvarenata neto dobivka iznesuva 3.200.000 den. na akcionerite |e mo`e da im se isplati dividenda kako rezidualna vrednost od 950.000den. (3.200.000 den., vkupna neto dobivka - 2.280.000 den., akumulirana dobivka = 950.000 den., raspolo`liv iznos za dividenda). Dokolku, planot na kapitalnite vlo`uvawa bara akumulirawe na vkupno

¹⁵² Eugen F. Brigham: „Financijal Menagement” The dryden Press, Fort Worth, 1994, str. 624 - 628.

ostvarenata neto dobivka, toga{ rezidualnata vrednost bi bila nula i nema da postoji isplata po osnov na dividenda. Koga vkupno akumuliranata dobivka ne e dovolna za celosna realizacija na planot na kapitalni vlo`uvawa, toga{ korporacijata, neophodniot kapital }e go obezbedi so emisija i prodaba na obi~ni akcii. So toa }e se zgolemi sopstveniот kapital, no od eksterni izvori, bez da se naru{i zadovoluvakata finansiska struktura (25%: 75%).

Od prethodno iznesenoto mo`e da se zaklu~i deka vo ovoj primer prednost se dava na akumulirawe na dobivkata koja }e se koristi za investirawe vo rentabilni alternativni vo ramkite na planot na kapitalni vlo`uvawa. Toa zna~i deka vo ovoj slu~aj dividendnata politika ne bila relevantna, odnosno dividendata ne e posmatrana kako aktivna varijabila, tuku kako ostatok, t.e. rezidualna vrednost.

Zaklu~ocite vo vrska so rezidualnata dividenda se konzistentni so teorijata za irelevantnost na dividendata koja ja razvile **Miller** i **Modigliani**. Tie smetaat deka vo svetot na perfektniот pazar (go apstrahiraat danokot na dobivka, nema tro{oci pri transakciite, nema tro{oci vo vrska so emisijata na novi hartii od vrednost i nema tro{oci za davawe i pribirawe informacii) pazarnata vrednost na korporacijata e nezavisna od raspredelбата na neto dobivkata, odnosno od dividendnata politika koja ja vodi korporacijata. Tie tvrdат deka pazarnata vrednost e одредена od visinata na prinosot i rizikot pri vlo`uvaweto, odnosno investiraweto.

Mejutoa, praktikata poka`uva deka zgolemuвaweto na dividendata zna~itelno vlijaе vrz porastot na pazarnite ceni na akciite. **Miller** i **Modigliani** tvrdат deka тој ефект ne e svojstven na dividendata sama po себе, tuku se raboti za t.n. informaciona soдр`ina na dividendata. Vrz osnova na promenata na dividendata, akcionerite o~ekuваат i idni promeni na neto dobivkata, poradi {to na porastot na dividendata se gleda kako na pozitiven signal na investorite, koj }e predizvika porast na pazarnite ceni na akciite. Negativniот signal, odnosno namaluvaweto na dividendata }e uslovi pad na pazarnite ceni na akciite. Vo vrska so informacioniот karakter na dividendata **Eugen Brigham** veli:,,Mo`e da se doka`uva

deka isplatata ili porastot na isplatata na dividenda e "skapo" sredstvo za soop{tuvawe na informacii za pazarot (skapo poradi danokot na li~nite prihodi na akcionerite i tro{ocite koi nastanuvaat poradi porastot na eksternite izvori na finansirawe, zaradi odr`uvawe na likvidnosta). Me|utoa, vo svetot na neizvesnost, vo koj se ignoriraat verbalnite doka`uvawa, informacionata sodr`ina na dividendata ima sosema jasno zna~ewe i zvu~i pojasno od iljada zborovi". ¹⁵³

Miller i Modigliani ponatamu istaknuvaat deka postoi t.n. efekt na kupuva~ite (cliente effect). Korporacijata }e bide atraktivna za onie akcioneri koi preferiraat redovni isplati na stabilni dividendi, bidej}}i toa zna~i deka korporacijata e stabilna i navreme gi ispla}a vkupnite obvrski. Me|utoa, za akcionerite koi preferiraat porast na kapitalnata dobivka poradi porast na pazarnite ceni na obi~nite akcii, poatraktivno }e bide da vlo`uvaat vo korporaciji koi reinvestiraat zna~aen del od neto dobivkata. Miller i Modigliani zaklu~uvaat deka i vo dvata slu~ai akcionerite go dobivaat ona {to go o~ekuvaat, taka da vrednosta na akciite nema da zavisi od dividendnata politika.

Teorijata za relevantnost na dividendata, formirana e od strana na Gordon i Linter.¹⁵⁴ Tie tvrdet deka akcionerite preferiraat isplata na gotovinski dividendi, poradi toa postoi direktna me|uzavisnost na dividendnata politika na korporacijata i nejzinata pazarna vrednost. Akcionerite vo princip imaat averzija sprema rizikot, taka {to kako pomalku rizi~na ja procenuvaat tekovnata vo odnos na idnata dividenda i kapitalnata dobivka. Ovde se raboti za t.n. argument "ptica vo raka", odnosno podobro e da se ima edna ptica vo raka otkolku dve ptici na granka. Ako korporacijata redovno ispla}a stabilni dividendi, toa zna~i deka investorite }e gi procenuvaat svoite idni prinosi (vo oblik na dividenda i kapitalna

¹⁵³ Eugen F. Brigham: „Financial Management”, The dryden Press, Fort Worth, 1994, str. 720.

¹⁵⁴ Gitman L. J. "Principles of Managerijal Finance" Harper Collins, New Yprk, 1991, str. 590

dobivka), kako pomalku rizi~ni. Tie }e o~ekuvaat dobivkata na korporacijata da ja diskontiraat so pomala stapka na prinos, {to }e dovede do zgolemuwane na pazarnite celi na akciite. Teorijata za relevantnost na dividendata poa|a od dividendata kako aktivna varijabila na politikata na raspredelba, dodeka akumuliranata dobivka ja tretira kako rezidualna vrednost.

Pri razgleduvaweto na dividendnata politika kako zna~aen segment na investicionata (razvojnata) i delovната politika, zna~ajno e da se spomenat i vidovite na dividendnata politika. Vo literaturata i praktikata naj~esto se analiziraat tri tipa na dividendna politika:

1. politika na konstantno racio na pla}awe na dividendata,
2. regularna dividendna politika i
3. pomalku regularna ekstra dividendna politika.

Prviot vid na dividendna politika se zasnova na koristewe na konstantното racio (**ratio**) na pla}awe na dividendata. Ovoj racio se dobiva od relativniot odnos pome|u isplatenata dividenda po akcija i neto dobivkata po akcija. Toj poka`uva koj procent na neto dobivkata e isplaten vo oblik na dividenda. Ovaa politika pretpostavuva deka korporacijata odnapred }e go utvrdi procentot na neto dobivka koj }e se isplati kako dividenda. Ovoj procent }e se koristi vo site periodi vo koi }e se odlu~uva za raspredelba na neto dobivkata. Problemot vo vrska so ovaa politika se javuva koga neto dobivkata zna~itelno se smaluva ili koga se ostvaruva zaguba. Vo toj slu~aj dividendite }e bidat zna~itelno namaleni, odnosno nema da se isplatat. Bidej{i goleminata na isplatenite dividendi ~estopati e indikator za uspe{no rabotewe, nivnoto namaluvawe }e ja zgolemi neizvesnosta za ostvaruvawe na o~ekuvanite prinosi, {to mo`e da dovede do namaluvawe na pazarnite ceni na akciite na korporacijata. Ovoj vid na dividendna politika voglavno ne se prepورا~uva, posebno kaj onie korporaciji koi imaat ~esti i zna~ajni promeni vo visinata na ostvarenata neto dobivka.

Koga korporacijata od period vo period ispla}a ist iznos na dividenda po edna emitirana i

prodadena obi~na akcija, toga{ taa vodi kon regularna dividendna politika, kaj koja dividendata re~isi nikoga{ ne se menuva, duri i pri zna~itelno namaluvawe na neto dobivkata ili koga postoi opasnost od nelikvidnost.

Isplatata na stabilni dividendi ja smaluva neizvesnosta kaj akcionerite vo pogled na idnata neto dobivka taka {to pazarnite ceni na akciite ostanuvaat stabilni ili se zgolemuvaat. Korporaciite, naj~esto odnapred utvrduvaat koga }e ja zgolemat dividendata po edna akcija.

Tretiot vid dividendna politika pretpostavuva deka dru{tvoto, imaj}i gi vo predvid tendenciite na dvi`ewe na svojata neto dobivka, }e odlu~i da ispla}a stabilna dividenda po edna akcija, ni vo zna~itelno pomal iznos od onoj {to se ispla}a kaj regularnata dividendna politika. Na akciite so nominalna vrednost na primer od 100 den., korporacijata }e odlu~i da pla}a sekoga{ ist iznos na dobivka od 4 den., taka {to ovde se raboti za pomala regularna dividenda. No, vo periodite vo koi se ostvaruva zna~itelno pogolema neto dobivka, dru{tvoto na akcionerite }e im se isplati dodatok na regularnata dividenda. Toj dodatok se narekuva ekstra dividenda. Redovната isplata na pomali regularni dividendi im obezbeduva na akcionerite stabilen periodi~en prinos, ja namaluva nivnata neizvesnost vo pogled na investiraniot kapital i ja zgolemuva nivnata doverba vo rabotata na korporacijata. Dodatnata, ekstra dividenda go zgolemuva nivnoto u~estvo vo raspredelбата na neto dobivkata i u{te pove}e gi uveruva deka korporacijata dobro raboti.

Ovde treba da se naglasi deka za da se ostvari dividendnata politika od bilo kakov vid, neophodno e detalno da se poznavaat faktorite koi vlijaat na nejzinoto ostvaruvawe i navremeno da se prezemaat merki za otstranuvawe na nivnoto eventualno negativno vlijanie.

Treba da se ima vo predvid faktot deka postojat golem broj faktori koi vlijaat na dividendnata politika, me|u koi najzna~ajni se slednive:

- stepenot na likvidnost ili na nelikvidnosta,

- finansiskata struktura,
- ograni~uvawata vo dogovorite za krediti,
- stabilnosta na neto dobivkata,
- stepenot na rentabilnost,
- kontrolata nad korporacijata, dano~nata politika itn.

Od prethodno spomenatite faktori, najgolemo vlijanje vrz visinata na dividendata ima stepenot na likvidnosta ili na nelikvidnosta, bidej}}i dokolku se pojavi toj problem, korporacijata nema da bide vo sostojba da isplati dividenda i pokraj golemiot iznos na ostvorena neto dobivka. Toj problem, pred si, se javuva kaj site korporacii koi naglo se razvivaat poradi {to postojano im se potrebni dopolnitelni pari~ni sredstva.

Golemoto u~estvo na dolgovite vo izvorite na finansirawe, pretpostavuva relativno golemi obvrski za otplata na glavninata. Dokolku tie dolgovi nemo`at da se refundiraat so nekoj drug vid hartija od vrednost, mora da se akumulira zna~itelen del od neto dobivkata, so {to tie obvrski vo celina i navreme }e mo`at da se platat.

^estopati dogovorite za dolgoro~ni krediti mo`at da ja soдр`at klauzulata za pla}awe na dividendite od neto dobivkata ostvorena после potpi{aniot dogovor za kredit, no nikako od prethodno akumuliranata dobivka. Isto taka, isplatata na dividendata mo`e da bide ograni~ena so odr`uvaweto na odredena golemina na neto obrtni sredstva, odnosno obrtni sredstva koi se finansiraat od dolgoro~ni izvori. Treba da se vodi smetka isplatata na dividendata na preferencijalnite akcii da ñ prethodi na isplatata na dividendata na obi~nite akcii.

Kaj korporaciite koi ostvaruvaat relativno stabilna godi{na neto dobivka pogolema e verojatnosta deka }e isplatat povisok procent na neto dobivka kako dividenda, dodeka onie so nestabilna godi{na neto dobivka }e mora da akumuliraat pogolem del od taa dobivka, za da mo`at da odr`at relativno stabilno nivo na dividenda, dokolku neto dobivkata vo idnina se namaluva.

Korporaciite {to se dobro organizirani i {to konstantno ostvaruvaat visok stepen na rentabilnost

izrazen preku stapkata na prinos na vkupnite delovni sredstva i stapkata na prinos na sopstvenite delovni sredstva, je mo`at polesno, navreme i pod povolni uslovi da pribavat dopolnitelen kapital na finansiski pazar. Toa je im ovozmo`i na akcionerite da mu isplatat pogolem procent od neto dobivkata.

Vo oddelni stopanstva mo`no e akcionerite od edno korporativno pretprijatie da pla}aat danok po razli~ni stapki. Akcionerite koi pla}aat danok po povisoki dano~ni stapki nastojuvaat pogolem del od neto dobivkata da se akumulira. So toa je platat pomal vkupen danok, so ogled na toa deka, po pravilo, danokot na kapitalnata dobivka e zna~itelno ponizok. Sosema poinakva e situacijata so akcionerite koi pla}aat danok po poniska dano~na stapka. Dividendnata politika na takvoto pretprijatie mo`e da bide kompromis pome|u pomalite i pogolemite pla}awa, odnosno mo`e da dovede do t.n. sreden racio (ratio) za pla}awe na dividendata.

3. Re{avawe na "sprotivstavenosta" pome|u `elbata za

dinami~en stopanski razvitok i za dinami~en raste` na dividendata

Vrz osnova na prethodnite izlagawa za dividendata, dividendnata politika i stepenot na korelacija so investicionata politika, se doa|a do soznanie deka vo praktikata postoi permanentna sprotivstavenost pome|u `elbata za obezbeduvawe sredstva za investicioni vlo`uvawa po pat na si pogolemi izdvojuvawa od dobivkata (samofinansirawe) i `elbata da se dobie {to e mo`no povisoka dividenda kako del od dobivkata.

Imaj|i vo predvid deka ima obi~ni i prioritetni akcii, zna~ajno e da se naglasi deka kaj obi~ite akcii, akcionerite imaat pravo da upravuvaat i pravo na dividenda. Vo toj slu~aj tie mo`e da odlu~uvaat vo donesuvaweto na odluki za podelba na dividenda, koja mo`e da bide reinvestirana, no ne mora.

Kaj prioritetnite akcii, akcionerite se otka`uvaat od upravuvaweto za povisoka dividenda. Toga{ vo pra{awe se doveduva investiraweto od sopstveni sredstva, no zatoa pak korporacijata se spasuva od {pekulaciji kaj poedini akcioneri koi bi gi prodale svoite akcii na t.n. "natrapnici"- subjekti {to mo`ebi ne i mislat dobro na korporacijata.

Vo takov slu~aj, korporacijata za da ja spasi svojata samostojnost vo upravuvaweto i odlu~uvaweto, so izdvojuvawe na pogolem del za dividenda koja {to bi se ispla}ala na imatelite na prioritetni akcii, }e mora da odi so zabaveno tempo na razvitok bidej|i ima pomalku sredstva od dobivkata nameneti za investirawe vo odnos na porano.

Ako pak, korporacijata saka da ja odr`i ili da ja zgolemi dotoga{nata dinamika na razvojoj, }e

mora da investira pomalku od svoje sredstva po pat na samofinansirawe i pove}e po pat na koristewe krediti za investicioni vlo`uvawa.

Takanare~enata "sprotistavenost" pome|u `elbata za izdvojuvawe na najgolem del od dobivkata za investirawe (so cel da se dinamizira razvitokot na korporacijata) i `elbata da opstane vo samostojnosta na odlu~uvawe, naj~esto se re{ava ili so nazaduvawe na dinamikata na raste`ot na korporacijata ili, vo krajna nu`da so emisija na prioritetni akcii, t.e. so konverzija na obi~nite so prioritetni akcii.

Toa, vo osnova, e determinirano so nivoto na razvitok na korporacijata, visinata na dobivkata i mo`nosta za izdvojuvawe na pogolem del za investirawe i zadovoluva~ki del za dividenda.

Vo isto vreme, determinanta mo`e da bide i stepenot na kohezija na interesite na akcionerite da se smetka na si pomaloto izdvojuvawe za dividenda, da se izdvojuva si pove}e za investirawe. Isto taka, pri kohezija na interesite na akcionerite, pogolemiot del izdvoen za dividenda mo`e da se reinvestira vo korporacijata po pat na kupuvawe novi akcii. Seto toa bi determiniralo koncipirawe i ostvaruvawe na odlukata na top - menaxmentot, koja bi bila potvrdena i od sobranieto na akcioneri, i so nea bi se do{lo do zgolemuwawe na vrednosta na korporacijata i nejziniot imot, a kako rezultat na toa bi se poka~ila pazarnata vrednost na akciite. Toa sekako }e obezbedi zgolemuwawe na vrednosta na kapitalot na akcionerite vo korporaciite.

Vo ovoj kontekst so cel da se dobie pojasna pretstava za noseweto na odluka za raspredelba na dobivkata, treba da se naglasi decidnosta i jasnosta vo zakonskite opredelbi vo pogled na raspredelbata na dividendata, kako i na~inot na nejzinoto pla}awe. Imeno, po odobruvaweto na godi{nata smetka i finansiskite izve{tai i utvrduvaweto na postoeweto dobivka za raspredelba, sobranieto na akcionerite go opredeluva delot koj{to im se dodeluva na akcionerite vo forma na dividenda, spored pravilata {to gi dava udelot, odnosno spored rodot i klasata na akciite.

Organot na upravuvawe mo`e da isplati dividenda vo iznos koj{to ne ja nadminuva vkupno ostvarenata dobivka iska`ana so godi{nata smetka i

finansiskite izve{tai, zgolemena za prenesenata neraspredelena dobivka od prethodnite godini ili so rezervite koi mo`at da se raspredeluvaat (onie koi gi nadminuvaat zakonskite rezervi).

Dokolku e potrebno, zaradi sigurnost na dru{tvoto ili za {to poramnomerna dividenda, pred da se opredeli visinata na dividendata, akcionerite mo`at da opredelat formirawe na posebna rezerva. Na~inite na pla}awe na dividendata gi utvrduvaat akcionerite na akcionerskoto sobranie.

Dividendata se ispla}a najdocna vo rok od devet meseci po zavr{uvaweto na delovната godina. Na akcionerite mo`e vo tekot na delovната godina, od predvidliviот del od dobivkata da im se isplati avans na ime dividenda. Imeno, so dogovorot za dru{tvoto, odnosno so statutot mo`e da se predvidi mo`nosta sekoj akcioner da dobie dividenda ili avans od dividendata vo pari ili vo udel, odnosno vo akcii. Pritoa, ponudata za pla}awe na dividendata ili na avansite od dividendata vo udeli, odnosno vo akcii, mora da bide napravena vo isto vreme na site akcioneri spored redot i klasata na akciите.

Organot na upravuvawe mo`e da go isplati avansot na dividendata samo do iznosot na dobivkata koja{to e ostvarena vo periodot za koj{to se ispla}a avansot na dividenda, pri {to ne mo`e da ja nadmine vkupната dobivka ostvarena vo prethodната godina, zgolemena za neraspredelenata dobivka od prethodnite godini. Za isplata na avans na dividenda potrebna e soglasnost na site neizvr{ni ~lenovi na odborot na direktori i ednoglasna odluka na nadzorniот odbor, odnosno na kontrolorot.

So odlukata na sobranieto so koja{to se odobruva pla}awe na dividenda se opredeluva:

- iznosot na dividendata;
- datumot na evidencija spored koj{to se opredeluva listata na akcioneri koi imaат pravo da dobijат dividenda i
- planot za isplata na dividendata i denot na koj{to taa se ispla}a, kako i na~inot na koj dru{tvoto gi izvestuva licata koi imaат pravo na dividenda spored donesenata odluka.

Ako po datumot na evidencijata i pred denot na isplatata, akcionerot izvr{il prenos na udel, odnosno akcii koi{to mu nosele pravo na dividenda, toa pravo se prenesuva na liceto na koe{to se preneseni akciite, osven ako prenesuva~ot i liceto na koe{to e prenesen udelot, zaedno ne dogovorile ne{to drugo.

Korporativniot menaxment neophodno treba da gi po~ituva prethodno spomenatite opredelbi za pla}awe na dividenda, dobro da gi poznavava uslovite i mo`nostite na korporacijata, da ima plan i strategija za rabota, kako i vizija za uspe{no re{avawe na dilemata dali pove}e da investira ili da izdvojuva za dividenda na akcionerite.

4. Aplikativen pristap

- a) Metodolo{ki pristap
- b) Na~in na presmetuvawe na korelacijata
- v) Rezultati od presmetanite korelacii

a) Metodolo{ki pristap

Za da mo`e da se sogleda realnosta na teoretskiot pristap, koga se vo pra{awe odnosite pome|u investicionata i dividendnata politika, kako i stepenot na nivnata korelacija, neophodno e od aplikativen aspekt da se sogleda soodnosot pome|u niv, odnosno stepenot na nivnata korelativna povrzanost i uslovenost.

Za da se ostvari toa e potreben opredelen metodolo{ki pristap. Imeno, po pat na vospostavuvawe na korelacija pome|u podatoci od nekolku analizirani korporaciji, treba da se dade odgovor na pra{aweto: dali postoji korelacija pome|u investicionata i dividendnata politika i vo kolkav stepen. Stanuva zbor za slednite podatoci:

1. Visina na vkupnite investicioni vlo`uvawa, od aspekt na vlo`uvawa vo sopstveni i tu|i sredstva;
2. Visina na dobivkata pred i po oddano~uvawe;
3. Visina na dividendata izdvoena od dobivkata (po oddano~uvawe) i
4. Visina na sredstvata izdvoeni od dobivkata nameneti za investirawe vo samata korporacija.

b) Na~in na presmetuvawe na korelacijata

Korelacionata analiza dava koli~inski pokazатели za intenzitetot na zavisnosta me|u javuvawata od dve ili pove}e pojavi. Na kvantitativnata korelaciona analiza ñ prethodi kvalitativna analiza, koja treba da gi otkrie nasokata, formata i intenzitetot na zavisnosta. Zavisnostite me|u dve pojavi mo`at da ja imaat slednata nasoka, intenzitet i forma:

- funkcionalna, pozitivna ili negativna zavisnost;

- mnogu jaka korelativna - pozitivna ili negativna zavisnost;

- slaba pozitivna ili negativna korelativna zavisnost;

- nepostoewe na zavisnost me|u pojavite; i

- nelinearni korelativni zavisnosti

Mnogu retki se slu~aite samo dve pojavi me|u sebe da korespondiraat i da se uslovuvaat vo svojot razvitok. Naj~esto, vrz razvitokot na edna pojava dejstvuva cel kompleks od faktori, koi pove}e ili pomalku, gi uslovuvaat stepenot, nasokata i formata na razvitokot na pojavata. Na primer, vrz produktivnosta na trudot dejstvuvaat slednite faktori: kvalifikaciite, zalagaweto, disciplinata i fluktuacijata na rabotnicite, starosnata struktura na vrabotenite, sistemot i visinata na nagraduvaweto, stepenot na iskoristuvaweto na rabotното vreme, stepenot na tehni~kata opremenost na trudot, istro{enosta na sredstvata za trud i nivnoto iskoristuvawe, na~inot na proizvodstvoto, organizacijata na proizvodnite procesi, koncentracijata i specijalizacijata, kombiniraweto i kooperacijata, kvalitetot na surovinite, osnovnite i pomo{nite materijali, rabotnite i `ivotnite uslovi, prirodните uslovi, razvitokot na naukata i primenata na inovaciite, navikite, potrebite na pazarot, postavenosta na nabavnata i prodanata funkcija, stopanskiot i kreditno - monetarniot sistem, geografskata polo`ba na korporacijata i mnogu drugi.

Od aspekt na toa me|u kolku pojavi se istra`uva i kvantificira zavisnosta, se razlikuvaat nekolku vida korelacii, i toa: ednostavna, mno`estvena i delumna.

Ednostavnata korelacija go meri intenzitetot na pri~inskite zavisnosti me|u dve pojavi, od koi ednata e zavisno promenлива (Y) - trpi vlijanie, a drugata e nezavisno promenлива (H) - vlijae vrz razvitokot na drugata pojava. Kako rezultat od primenata na ednostavnata korelacija se dobiva **koeficient na korelacijata** koj go determinira intenzitetot na zavisnosta.

Prvata etapa vo presmetuvaweto na koeficientot na korelacijata e otkrivaweto na

pri~inskata zavisnost, nasokata i formata na zavisnosta preku kvalitativna analiza.

Spored formata {to ja imaat zavisnostite me|u pojavite ednostavnata korelacija mo`e da bide pravoliniska (linearna) i krivoliniska od određen tip.

Ednostavna pravoliniska korelacija postoji vo slu~aite koga zavisnosta e takva {to na sekoja edinica promena na pojavata (H) sekoga{ ñ odgovara edna ista promena na pojavata (Y), vo pozitivna ili negativna nasoka.

Ednostavnata pozitivna pravoliniska korelacija ja ima taa karakteristika {to pri porast na pojavata (H) soodvetno raste i pojavata (Y). Na primer, so porastot na pobaruva~kata za artikalot "N" }e raste i negovata cena, ili so porastot na mehanizacijata (H) }e se zgolemuva i produktivnosta na trudot (Y) i tn.

Ednostavnata negativna pravoliniska korelacija se karakterizira so toa {to pri porast na H - pojavata se namaluvaat apsolutnite javuvawa od Y - pojavata. Na primer, koga se zgolemuva obemot na otsustva od rabota se namaluva obemot na proizvodstvoto i sl.

Ednostavna krivoliniska korelacija postoji vo slu~aite koga zavisnosta me|u sporeduvanite pojavi H i Y e takva {to na edinica promena na H - pojavata ima razli~no tempo na razvitok na javuvawata od Y - pojavata.

Zna~ajni metodi za presmetuvawe na ednostavnata pravoliniska korelacija se: metodot na najmali kvadrati, metodot na kovarijansa i metodot na transformirana kovarijansa.

Kaj **metodot na najmali kvadrati** prose~nite otstupuvawa na apsolutnite javuvawa od pojavata Y i regresionite javuvawa (Yc) slu`at za presmetuvawe na pokazatelot standardna gre{ka na regresijata, {to se presmetuva preku formulata ¹⁵⁵

¹⁵⁵ D-r Gligor Poposki , d-r Vasilka Poposka: "Statistika" Ekonomski

fakultet - Prilep, 2001 god., str. 415 - 473

$$S_y = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (Y_i - Y_c)^2}{n}}$$

A prose~nite odstapuvawa na apsolutnite javuvawa od pojavata Y i prosekot na pojavata (\bar{Y}) ja opredeluvaa standardnata devijacija na funkcijata, odnosno

$$\sigma_y = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (Y_i - \bar{Y})^2}{n}}$$

Koeficientot na korelacijata se presmetuva od vrednostite na standardnata greška na regresijata i standardnata devijacija na funkcijata po formulata

$$R = \sqrt{1 - \frac{S_y^2}{\sigma_y^2}}$$

Ako site edinici od Y - pojavata le`at na pravata linija, toga{ $Y_y=0$, so {to i odnosot me|u standardnata greška na regresijata i standardnata devijacija }e bide ednakov na nula, a toa }e poka`uva kako kraen rezultat koeficient na korelacija edinica - funkcionalna zavisnost. Koga voop{to ne postoji zavisnost me|u pojavite, toga{ $S_y = \sigma_y$ odnosot me|u standardnata greška i standardnata devijacija }e bide edinica, a koeficientot na korelacijata nula (0).

Pri postoewe na korelativna zavisnost standardnata greška na regresijata (S_y) e pomala od standardnata devijacija na funkcijata (σ_y), odnosno $S_y < \sigma_y$ i odnosot me|u niv }e zazema vrednosti me|u 0 i 1

Koeficientot na korelacijata mo`e da se presmeta i bez prethodno odreduvawe na vrednostite od

standardnata greška na regresijata i standardnata devijacija, bidej{i ¹⁵⁶

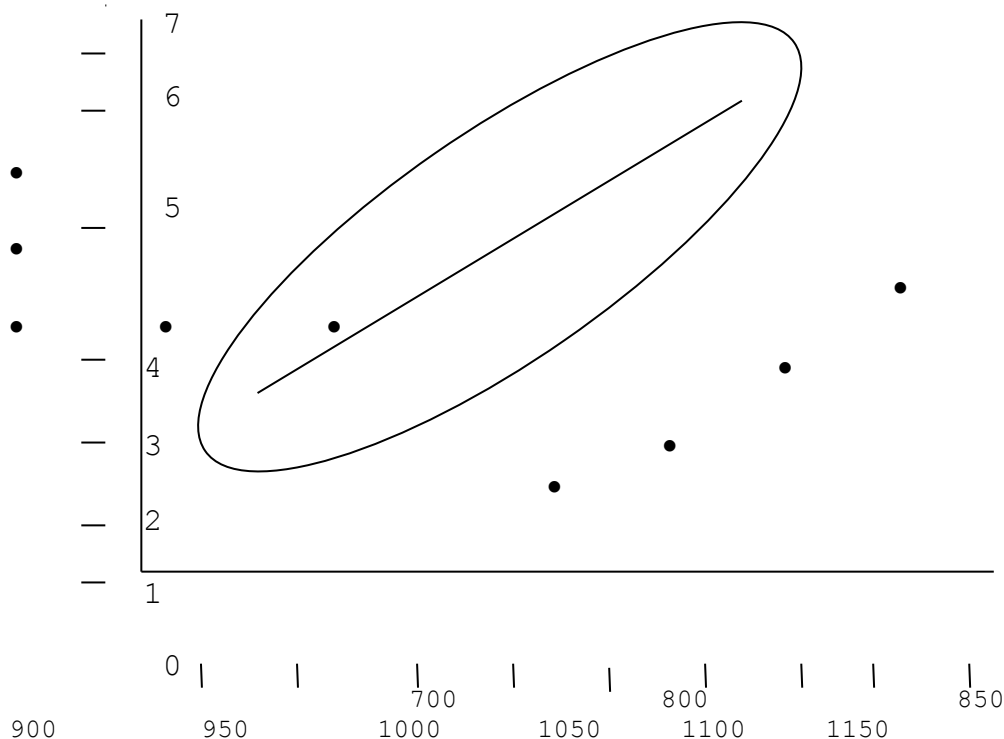
$$R = \sqrt{1 - \frac{S_y^2}{\sigma_y^2}} = \sqrt{1 - \frac{\sum (y - y_c)^2}{\sum (y - \bar{y})^2}} = \sqrt{1 - \frac{\sum (y - y_c)^2}{\sum (y - \bar{y})^2}}$$

Za vakvo kvantitativno presmetuvawe, neophodna e kvalitativna analiza na zavisnosta na analiziranite pojavi. Na primer, kvalitativno da se analizira zavisnosta {to postoi me|u ostvareniot nacionalen dohod (H) i izgradenite stanovi na 1000 `iteli (Y).

Za da se otkrijat formata i nasokata na zavisnosta, kako i grubo da se oceni nejziniot intenzitet, prvo e potrebno da se izvr{i kvalitativna analiza preku dijagramot na rasturaweto. Za dvete pojavi od primerot, dijagramot na rasturawe e sledniot:

¹⁵⁶D-r Gligor Poposki , d-r Vasilka Poposka: "Statistika" Ekonomski

fakultet - Prilep, 2001 god., str. 415 - 473



Slika 5: Dijagram na rasturawe (stigmogram) Statisti~ki godi~nik na Republika Makedonija, 1993, str. 173

Od dijagramot mo`e da se konstatira deka zavisnosta me|u dvete pojavi ima pravoliniska forma so pozitivna nasoka, a i deka me|u dvete pojavi postoji visoka korelacija bidej|i to~kite se mnogu bliski do pravata linija.

Vrz baza na dobieniot pokazatel od izvr{enata korelacija mo`at da se donesuvaat razli~ni delovni zaklu~oci i ekonomski komentari, kako: prognozirawe na izgradbata na stanovi za narednite vremenski periodi koga se znae globalniot indeks na porastot na industriskoto proizvodstvo; prognozirawe na debalansot; aktivnosta na korporaciite i dr.

Za donesuvawe zaklu~ok za vlijanieto na nezavisno promenlivata pojava (H) vrz razvitokot na zavisno promenlivata pojava (Y), se koristi koeficientot na determinacijata.

Koeficientot na determinacijata se dobiva koga koeficientot na korelacijata }e se podigne na kvadrat. Ako toa se pomno`i so 100, }e se dobie goleminata koja{to poka`uva so kolku procenti u`estvuvaat vlijanijata na H - pojavata vo razvitokot na Y-pojavata.

Koeficientot na korelacijata ja presmetuva zavisnosta me|u pojavite. Za razlika od zavisnosta, mo`e da se presmeta labilnosta me|u niv i pokazatelot za taa labilnost se vika koeficient na akorelacijata. Koeficientot na akorelacijata se dobiva od formulata:

157

$$K = \sqrt{\frac{S_y^2}{\sigma_y^2}}$$

Metodot na kovarijansa denes s{e pove}e se primenuva vo presmetuvaweto na intenzitetot na zavisnosta me|u dve pojavi, od prosta pri~ina {to e polesno iznao|aweto na koeficientot na korelacijata, za razlika od metodot na najmalite kvadrati. Koeficientot na korelacijata po ovoj metod se dobiva od:

158

$$R = \frac{C_{xy}}{\sigma_x \sigma_y} = \frac{\frac{\sum xy}{n} - \bar{x} \cdot \bar{y}}{\sigma_x \cdot \sigma_y}$$

¹⁵⁷ D-r Gligor Poposki , d-r Vasilka Poposka: "Statistika" Ekonomski

fakultet - Prilep, 2001 god., str. 415 - 473

¹⁵⁸ Poop{irno za toa vidi: d-r Gligor Poposki , d-r Vasilka Poposka:

"Statistika" Ekonomski fakultet - Prilep, 2001 god., str. 415 - 473;

Kota B (1992), Analiza privrednih ciklusa, magisterski rad , Zagreb;

Charemza, W.W., D.F. Deadman (1992), "New Direction in Econometric Practice:

General to Specific Modelling", Coinegration and Vector Autoregression, Edward - Elgar, Aldershot.

$$R = \frac{\frac{\sum xy}{n} - \bar{x} \cdot \bar{y}}{\sqrt{\frac{\sum x^2}{n} - \bar{x}^2} \cdot \sqrt{\frac{\sum y^2}{n} - \bar{y}^2}}$$

Ottuka, mo`e da se konstatira deka koeficientot na korelacijata pretstavuva odnos me|u kovarijansata (S_{xy}) i proizvodot na standardnite devijacii na funkciite X i Y.

So koristewe na **metodot na transformirana kovarijansa**, koeficientot na korelacijata se dobiva so pomo{ na slednava formula: ¹⁵⁹

$$R = \frac{C_{xy}}{\sigma_x \cdot \sigma_y} = \frac{\frac{\sum xy}{n}}{\sigma_x \cdot \sigma_y} = \frac{\sum xy}{n} \cdot \frac{1}{\sigma_x \cdot \sigma_y}$$

$$R = \frac{\sum xy}{n \cdot \sigma_x \cdot \sigma_y}$$

$$R = \frac{\sum (x - \bar{x}) \cdot (y - \bar{y})}{\sqrt{\frac{\sum (x - \bar{x})^2}{n} \cdot \frac{\sum (y - \bar{y})^2}{n}}}$$

¹⁵⁹ d-r Gligor Poposki , d-r Vasilka Poposka: "Statistika"
Ekonomski

fakultet - Prilep, 2001 god., str. 415 - 473

$$R = \frac{\sum (x - \bar{x}) \cdot (y - \bar{y})}{\sqrt{\sum (x - \bar{x})^2 \cdot \sum (y - \bar{y})^2}}$$

$$(x - \bar{x}) = dx$$

$$(y - \bar{y}) = dy$$

$$R = \frac{\sum dx \cdot dy}{\sqrt{\sum dx^2 \cdot dy^2}}$$

So primenata na trite metodi se dobi približno ist koeficient na korelacija i zatoa izborot na metodot za presmetuvawe na intenzitetot na zavisnosta zavisi od postavenata zada~a, od karakterot na pojavite i od mo`nostite za olesnuvawe pri matemati~koto presmetuvawe.

Pri presmetuvawe na ednostavnata krivoliniska korelacija, mnogu ~esto zavisnosta {to postoi me|u pojavata koja predizvikuva promeni vrz razvitokot na druga pojava (H) i pojavata {to trpi vlijanie vo svojot razvitok (Y) e slo`ena i ne mo`e da se iska`e preku linearnata zavisnost. Vo takov slu~aj se koristi paraboliznata kriva:

$$y = a + bx + cx^2$$

Za odreduvawe na vrednostite na parametrite, potrebno e da se formiraat onolku normalni ravenki, kolku {to ima parametri. Dokolku se raboti so paraboliznata linija na regresija, toga{ se formiraat tri normalni ravenki so pomo{ na zbirovite od apsolutnite javuvawa i nivnite proizvodi:

$$\begin{aligned}\sum_{i=1}^n y_i &= aN + b \cdot \sum_{i=1}^n x_i + c \cdot \sum_{i=1}^n x_i^2 \\ \sum_{i=1}^n x_i y_i &= a \sum_{i=1}^n x_i + b \cdot \sum_{i=1}^n x_i^2 + c \cdot \sum_{i=1}^n x_i^3 \\ \sum_{i=1}^n x_i^2 y_i &= a \sum_{i=1}^n x_i^2 + b \cdot \sum_{i=1}^n x_i^3 + c \cdot \sum_{i=1}^n x_i^4\end{aligned}$$

Ako se koristi linija na regresija od tret stepen, normalnite ravenki }e bidat:

$$y = a + bx + cx^2 + dx^3$$

$$\begin{aligned}\sum_{i=1}^n y_i &= aN + b \cdot \sum_{i=1}^n x_i + c \cdot \sum_{i=1}^n x_i^2 + d \cdot \sum_{i=1}^n x_i^3 \\ \sum_{i=1}^n x_i y_i &= a \sum_{i=1}^n x_i + b \cdot \sum_{i=1}^n x_i^2 + c \cdot \sum_{i=1}^n x_i^3 + d \cdot \sum_{i=1}^n x_i^4 \\ \sum_{i=1}^n x_i^2 y_i &= a \sum_{i=1}^n x_i^2 + b \cdot \sum_{i=1}^n x_i^3 + c \cdot \sum_{i=1}^n x_i^4 + d \cdot \sum_{i=1}^n x_i^5 \\ \sum_{i=1}^n x_i^3 y_i &= a \sum_{i=1}^n x_i^3 + b \cdot \sum_{i=1}^n x_i^4 + c \cdot \sum_{i=1}^n x_i^5 + d \cdot \sum_{i=1}^n x_i^6\end{aligned}$$

Standardnata gre{ka na regresijata se presmetuva istovidno kako kaj pravoliniskata korelacija, kako i standardnata devijacija na funkcijata, odnosno po formulite:

$$\begin{aligned}S_y &= \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (y_i - y_c)^2}{n}}, \\ \sigma_y &= \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (y_i - \bar{y})^2}{n}}\end{aligned}$$

Ottuka, koeficientot na korelacijata }e bide:

$$R = \sqrt{1 - \frac{S_y^2}{\sigma_y^2}}$$

Koga zavisnosta me|u nabquduvanite pojavi e tipi~no pravoliniska, iako se raboti so kriva linija na regresija, koeficientot na korelacijata }e bide identi~en na onoj {to se dobil so linearna linija na regresija. Vo slu~aite koga postoi izvesen krivoliniski razvitok, koeficientot presmetan so pomo{ na krivoliniskata korelacija e pogolem od koeficientot na pravoliniskata korelacija, za istite pojavi. Toa doa|a ottamu {to krivoliniskata linija na regresija e poblisku do to~kite na apsolutnite javuvawa, pa ottamu i standardnata gre{ka na regresijata e pomala, za razlika od standardnata gre{ka presmetana preku linearna linija na regresija.

Koeficientite na korelacijata i determinacijata se presmetuvaat isto kako kaj pravoliniskata korelacija.

Mno`estvenata (pove}ekratna) korelacija dava merka za intenzitetot na zavisnosta me|u edna zavisno promenлива golemina i pove}e nezavisno promenlivi golemini, {to vlijaat vrz nejziniot razvitok. Nesomneno deka ovaa korelacija e od osoben interes za nejzinoto kvantificirawe i deka od pokazatelot za ovoj intenzitet }e mo`at da se donesuvaat najrazli~ni zaklu~oci i ekonomski interpretacii.

I kaj mno`estvenata korelacija kako problem se javuva pra{aweto za nejzinata forma. Formata na zavisnosta go iska`uva kombiniraniot efekt na vlijanijata od najmalku dve nezavisno - promenlivi golemini vrz edna zavisno promenлива.

Vo analizata na pove}ekratnata zavisnost me|u edna zavisno promenлива i pove}e nezavisno promenlivi, naj~esto se primenuva pravoliniskata ravenka na regresija od n ~lena. Na~inot za presmetuvawe na karakteristikite na korelacijata e istoviden kako kaj ednostavnata korelacija, no so taa razlika {to ovde se vnesuvaat i drugi promenlivi vo korelacionata ravenka. Taka, koga se ima edna zavisno promenлива (H_1) i dve nezavisno promenlivi golemini

(H_2 i H_3), pod uslov da se prifa}a pravoliniskata zavisnost, korelacionata zavisnost }e bide:

$$H_{1,23} = a_{1,23} + b_{12,3}X_2 + b_{13,2}X_3,$$

a koga se ima za analiza edna zavisno promenliva (H_1) i tri nezavisno promenlivi golemimi (H_2 , H_3 i H_4), korelacionata ravenka }e bide:

$$H_{1,234} = a_{1,234} + b_{12,34}X_2 + b_{13,24}X_3 + b_{14,23}X_4$$

Po istiot metod se formiraat ravenki i od n nezavisno promenlivi golemimi.

Koeficientot na korelacijata, na akorelacijata i determinacijata se presmetuvaat istovidno kako kaj ednostavnata korelacija. Koeficientot na pove}ekratnata korelacija se dobiva preku standardnata gre{ka na regresijata i standardnata devijacija na funkcijata ¹⁶⁰

$$S_{x_1} = \sqrt{\frac{\sum (X_1 - X_{1,23,\dots})^2}{n}},$$

$$\sigma_{x_1} = \sqrt{\frac{\sum (X_1 - \bar{X}_1)^2}{n}},$$

$$R = \sqrt{1 - \frac{S_{x_1}^2}{\sigma_{x_1}^2}}$$

Koeficientot na pove}ekratnata korelacija sekoga{ e so pozitiven predznak i dobiva vrednosti od 0 do 1, {to vsu{nost poka`uva deka dejstvuvaat pove}e faktori vo formiraweto na nasokata na pojavata i taa nasoka mora da bide istovidna so nasokata na op{toto dejstvuvawe na faktorite.

Kaj ednostavnata korelacija se istra`uva zavisnosta me|u dve pojavi, a se apstrahira slu~ajot deka vrz zavisno promenlivata golemina vlijanie vr{at i drugi pojavi, pokraj istra`uvanata. Vo prirodata,

¹⁶⁰d-r Gligor Poposki , d-r Vasilka Poposka: "Statistika"
Ekonomski

fakultet - Prilep, 2001 god., str. 415 - 473

op{testvoto i stopanstvoto mnogu e te{ko da se najde slu~aj razvitokot na edna pojava da zavisi samo od promenite na druga pojava. Obi~no, zavisnosta e kompleksna, isprepletena, mnogunaso~no svrzana me|u redica pojavi.

Pove}ekratnata korelacija go meri intenzitetot na zavisnosta me|u cela kompleksija na pojavi i dava sinteti~ki pokazatel na zavisnosta. Od interes za analizite e ~esto da se spoznae kolkavo e vlijanieto na sekoj faktor vrz zavisno promenlivata golemina, nabqduvan izolirano, no pak vnatre vo kontekstot na celosnoto deluvawe od pove}e faktori. Toa go re{ava **delumnata ili parcijalna korelacija**, koja intenzitetot na zavisnosta go meri me|u dve pojavi pod pretpostavka deka site drugi pojavi {to dejstvuvaat vrz zavisno promenlivata golemina ostanuvaat na isto nivo i ne se promenuvaat, odnosno go eliminira nivnoto dejstvuvawe. So toa, mo`e da se re~e deka so delumnata korelacija se meri relativnata va`nost na sekoj faktor koj e zemen kako nezavisno promenliv.

Koga se meri intenzitetot na zavisnosta me|u edna zavisno promenлива i tri nezavisno promenlivi golemini, koeficientot na korelacijata se nao|a za sekoj nezavisno promenliv faktor posebno, preku soodvetna linija na regresijata. Imeno, ako se bara pokazatel za zavisnosta me|u H_1 i H_2 , toga{ }e se formira linija na reresija koja }e gi opfati vrednostite na H_1 , H_3 i H_4 , t.e. }e go izostavi od linijata na regresijata istra`uvaniot faktor H_2 . Ili, ako se meri zavisnosta me|u H_1 i H_3 , od linijata na regresija }e se izostavat vrednostite na H_3 , so {to vo ravenkata na regresijata }e bidat prisutni H_1 , H_2 i H_4 i t_n . So toa, razlikata {to }e postoji me|u standardnata gre{ka na regresijata vo koja se vku~eni site faktori i standardnata gre{ka na regresijata od koja e eliminiran istra`uvaniot faktor, ja dava standardnata gre{ka na toj faktor. Koeficientot na korelacijata, koga zavisnosta se bara me|u H_1 i H_2 pri nepromeneto vlijanie od H_3 i H_4 se presmetuva preku formulata: ¹⁶¹

¹⁶¹ d-r Gligor Poposki , d-r Vasilka Poposka: "Statistika"
Ekonomski

$$R_{12,34} = \sqrt{1 - \frac{\sum (X_1 - X_{1,234})^2}{\sum (X_1 - X_{1,34})^2}}$$

a koga se bara zavisnosta me|u H_1 i H_3 pri nepromeneto vlijanie od H_2 i H_4 , koeficientot na korelacijata e ednakov na:

$$R_{13,24} = \sqrt{1 - \frac{\sum (X_1 - X_{1,234})^2}{\sum (X_1 - X_{1,24})^2}}$$

Za da se presmetaat delumnite koeficienti na korelacijata, potrebno e da se utvrdi linijata na reresijata na pove|ekratnata korelacija i liniite na regresiite formirani so izolirawe na oddelni faktori.

So toa {to koeficientot na delumnata korelacija go poka`uva intenzitetot na zavisnosta me|u dve pojavi, toj mo`e da ima pozitiven ili negativen predznak, vo zavisnost dali nasokata na zavisnosta e pozitivna ili negativna.

v) Rezultati od presmetanite korelacii

Osnoven pristap pri analiza na korelacijata e sledniot:

$$\begin{array}{l} \text{Zgolemena} \\ \text{dobivka} \end{array} + \begin{array}{l} \text{Zgolemena} \\ \text{dividenda} \end{array} + \begin{array}{l} \text{Povisoka} \\ \text{pazarna} \\ \text{cena} \end{array} = \begin{array}{l} \text{Uspe{en} \\ \text{menaxment} \end{array}$$

Pri raspredelbata na dobivkata:

- zgolemuwaweto na rezervite,
- zgolemuwaweto na dividendata,
- zgolemuwaweto na neraspredelenata dobivka i

toa na:

- finansiraweto,
- zadol`uwaweto,
- profitabilnosta,
- solventnosta,

- namaluvawe na imotot.

Se ispla}a da se vlo`uva vo akcii ako:

- firmata ja zgolemuva vrednosta na kapitalot;
- ostvaruva profit;
- investira;
- e likvidna;

• za iznosot kupeni akcii se dobie pogolem iznos na dividenda otkolku {to bi se dobila kamata, renta ili svoj profit od svoja firma.

Sprotivstavenost na interesi:

- pome|u investitori (akcioneri) i menaxmentot;
- pome|u menaxmentot i vrabotenite; i
- pome|u akcionerite i vrabotenite.

Vrz osnova na ovie poj dovni osnovi mo`e da se na analizira stepenot na korelacija pome|u investicionata i dividendnata politika vo slednite korporacii, koi {to se zemeni kako primer:

1. Korporacija “N”

Vo ovaa korporacija se presmetani nekolku korelacii koi direktno ili indirektno upatuvaat na osnovnata korelacija koja e predmet na istra`uvawe, a toa e korelacijata pome|u investicionata i dividendnata politika. Imeno, gi presmetav slednite korelacii:

Korelacija pome|u dividendata i vkupnite investicioni vlo`uvawa

Godini	Dividenda	Vkupni investicii
2002	15.000.000	126.800.197
2003	9.800.000	121.212.690
2004	19.000.000	164.706.650

Stepen na korelacija = 1

Korelacija pome|u investicionite vlo`uvawa od sopstveni sredstva i investicionite vlo`uvawa od tu|i sredstva

Godini	Invest. vlo`uvawa od sopstveni sredstva	Invest. vlo`uvawa od tu i sredstva
2002	46.800.197	80.000.000
2003	62.937.106	58.275.584
2004	9.351.041	155.355.609

Stepen na korelacija = - 0,996553986

**Korelacija pome|u investicionite vlo`uvawa od
sopstveni sredstva i vkupnite investicioni vlo`uvawa**

Godini	Invest. vlo`uvawa od sopstveni sredstva	Vkupni investicii
2002	46.800.197	126.800.197
2003	62.937.106	121.212.690
2004	9.351.041	164.706.650

Stepen na korelacija = -0,983923902

**Korelacija pome|u investicionite vlo`uvawa od tu|i
sredstva i vkupnite investicioni vlo`uvawa**

Godini	Invest. vlo`uvawa od tu i sredstva	Vkupni investicii
2002	80.000.000	126.800.197
2003	58.275.584	121.212.690
2004	155.355.609	164.706.650

Stepen na korelacija = 0,995346589

**Korelacija pome|u dobivkata pred oddano~uvawe i
dobivkata po oddano~uvawe**

Godini	Dobivka pred oddano~uvawe	Dobivka po oddano~uvawe
2002	39.309.654	33.916.973
2003	35.518.022	32.952.982
2004	109.343.266	105.828.200

Stepen na korelacija = 0.999419067

Korelacija pome|u dividendata i dobivkata po oddano~uvawe

Godini	Dividenda	Dobivka po oddano~uvawe
2002	15.000.000	33.916.973
2003	9.800.000	32.952.982
2004	19.000.000	105.828.200

Stepen na korelacija = 0,832477534

Korelacija pome|u akumuliranata dobivka i dobivkata po oddano~uvawe

Godini	Akumulirana dobivka	Dobivka po oddano~uvawe
2002	12.416.973	33.916.973
2003	8.152.977	32.952.982
2004	29.828.200	105.828.200

Stepen na korelacija = 0,984688452

Korelacija pome|u akumuliranata dobivka i vkupnite investicioni vlo`uvawa

Godini	Akumulirana dobivka	Vkupni investicii
2002	12.416.973	126.800.197
2003	8.152.977	121.212.690
2004	29.828.200	164.706.650

Stepen na korelacija = 0.997660691

Korelacija pome|u vkupnite investicioni vlo`uvawa i akumuliranata dobivka

Godini	Vkupni investicii	Akumulirana dobivka
2002	126.800.197	12.416.973
2003	121.212.690	8.152.977
2004	164.706.650	29.828.200

Stepen na korelacija = 0,997660691

**Korelacija pome|u akumuliranata dobivka i
investicionite vlo`uvawa od sopstveni sredstva**

Godini	Akumulirana dobivka	Invest. vlo`uvawa od sopstveni sredstva
2002	12.416.973	46.800.197
2003	8.152.977	62.937.106
2004	29.828.200	9.351.041

Stepen na korelacija = -0,993830565

Analizata na gore presmetanite deset korelacii upatuva na slednite soznaniya:

Prvo, soodnosot pome|u dividendata i vkupnite investicioni vlo`uvawa, koj e i osnoven soodnos vo istra`uvawata, ima stepen na korelacija ednakov na eden. Toa zna~i deka stanuva zbor za **perfektna korelacija i sovr{eno dvi`ewe** vo ista nasoka na dividendata i investiciite, odnosno ostvaruvawe na relativno uspe{na investiciona i dividendna politika.

Vtoro, ostanatite devet presmetani korelacii upatuvaat na pozitiven i negativen stepen na korelacija. Imeno, korelacijata pome|u vkupnite investicioni vlo`uvawa i akumuliranata dobivka, korelacijata pome|u investicionite vlo`uvawa od tu|i sredstva i vkupnite investicii, korelacijata pome|u dobivkata pred i po oddano~uvawe, korelacijata pome|u dividendata i dobivkata po oddano~uvawe, korelacijata pome|u akumuliranata dobivka i dobivkata po odano~uvawe i korelacijata pome|u akumuliranata dobivka i vkupnite investicii, **upatuva na pozitiven stepen na korelacija koj e blisku do eden.** Toa zna~i deka postoji relativno jaka pozitivna korelativna vrska, koja {to kolku e poblisku do eden, tolku e pobliska do perfektnata korelacija.

Vo isto vreme, stepenot na korelacija pome|u investicionite vlo`uvawa od sopstveni i od tu|i sredstva, investicionite vlo`uvawa od sopstveni

sredstva i vkupnite investicii i korelacijata pome|u akumuliranata dobivka i investicionite vlo`uvawa od sopstveni sredstva poka`uva negativen predznak, odnosno dvi`ewe vo sprotivna nasoka. Trite presmetani soodnosi imaat stepen na korelacija blisku do -1, {to zna~i deka stanuva zbor za **relativno jaka negativna korelativna vrska koja e daleku od perfektnata korelacija.**

So ogled na uspe{nata investiciona i dividendna politika na korporacijata koja{to e zemena kako primer, postojat uslovi za ostvaruvawe na povisok stepen na zadol`uvawe od postoe~kiot. So toa bi se zgolemile investicionite vlo`uvawa i trite negativni stepeni na korelacija bi dobile pozitiven predznak.

2. Korporacija “H”

Vo ovaa korporacija, vrz osnova na proizvolno utvrdenite podatoci, se doa|a do slednite korelacioni odnosi:

Korelacija pome|u dividendata i vkupnite investicioni vlo`uvawa

Godini	Dividenda	Vkupni investicii
2002	5.588.376	3.448.917
2003	1.228.280	19.270
2004	0	73.563

Stepen na korelacija = 0.974907491

Korelacija pome|u investicionite vlo`uvawa od sopstveni sredstva i vkupnite investicioni vlo`uvawa

Godini	Invest. vlo`uvawa od	Vkupni investicii
--------	----------------------	-------------------

	sopstveni sredstva	
2002	2.048.917	3.448.917
2003	19.270	19.270
2004	73.563	73.563

Stepen na korelacija = 0.999953364

Korelacija pomeju dobivkata pred oddano~uvawe i dobivkata po oddano~uvawe

Godini	Dobivka pred oddano~uvawe	Dobivka po oddano~uvawe
2002	7.101.304	6.574.500
2003	1.664.600	1.445.035
2004	0	0

Stepen na korelacija = 0.99988219

Korelacija pomeju dividendata i dobivkata po oddano~uvawe

Godini	Dividenda	Dobivka po oddano~uvawe
2002	5.588.376	6.574.500
2003	1.228.280	1.445.035
2004	0	0

Stepen na korelacija = 1

Analizata na ovie korelacioni odnosi upatuva na slednite soznanija:

Prvo, stepenot na korelacija pomeju dividendata i investicionite vlo~uvawa poka~uva **relativno jaka pozitivna korelativna vrska** blisku do eden, {to zna~i deka vo ovaa korporacija postoi usoglaseno dvi~ewe na dividendata i investiciite vo ista nasoka bliska do perfektnost.

Isto taka soodnosot pome|u dividendata i dobivkata po oddano~uvawe ima stepen na korelacija ednakov na eden, {to poka`uva **perfektna korelativna vrska** odnosno dvi`ewe vo ista nasoka.

Korporacijata "H" ne izdvojuva sredstva od dobivkata nameneti za investirawe vo samata korporacija, odnosno nema akumulirana dobivka, no vo godinite koga ostvaruva dobivka, od nea izdvojuva sredstva za isplata na dividenda na akcionerite.

Vtoro, soodnosot pome|u dobivkata pred i po oddano~uvawe i pome|u investicionite vlo`uvawa od sopstveni sredstva i vkupnite investicii ima stepen na korelacija blisku do eden, {to poka`uva **relativno jaka pozitivna korelativna vrska**. Investicionite vlo`uvawa se ostvaruvaat pred si od sopstveni sredstva, a nezabele`itelno od tu|i sredstva odnosno dolgoro~ni krediti.

3. Korporacija "U"

Vo ovaa korporacija se presmetani nekolku korelacioni odnosi vrz osnova na indikatorite na raboteweto. Imeno, stanuva zbor za slednite soodnosi:

Korelacija pome|u dividendata i vkupnite investicioni vlo`uvawa

Godini	Dividenda	Vkupni investicii
2002	42.738.382	175.919.022
2003	36.497.138	69.351.657
2004	39.336.669	193.251.088

Stepen na korelacija = 0.76155637

**Korelacija pome|u vkupnite investicioni vlo`uvawa i
akumuliranata dobivka**

Godini	Vkupno investicii	Akumulirana dobivka
2002	175.919.022	42.799.675
2003	69.351.657	42.000.000
2004	193.251.088	43.050.000

Stepen na korelacija = 0.994931911

**Korelacija pome|u investicionite vlo`uvawa od
sopstveni sredstva i vkupnite investicioni vlo`uvawa**

Godini	Invest. vlo`uvawa od sopstveni sredstva	Vkupni investicii
2002	175.919.022	175.919.022
2003	69.351.657	69.351.657
2004	77.012.886	193.251.088

Stepen na korelacija = 0,442658962

**Korelacija pome|u dobivkata pred oddano~uvawe i
dobivkata po oddano~uvawe**

Godini	Dobivka pred oddano~uvawe	Dobivka po oddano~uvawe
2002	129.488.692	121.927.126
2003	102.044.964	96.597.137
2004	105.980.381	100.486.669

Stepen na korelacija = 0,99994933

**Korelacija pome|u dividendata i dobivkata po
oddano~uvawe**

Godini	Dividenda	Dobivka po oddano~uvawe
2002	42.738.382	121.927.126
2003	36.497.138	96.597.137
2004	39.336.669	100.486.669

Stepen na korelacija = 0,94650043

**Korelacija pome|u akumuliranata dobivka i dobivkata
po oddano~uvawe**

Godini	Akumulirana dobivka	Dobivka po oddano~uvawe
2002	42.799.675	121.927.126
2003	42.000.000	96.597.137
2004	43.050.000	100.486.669

Stepen na korelacija = 0,42268558

**Korelacija pome|u akumuliranata dobivka i
vkupnite investicioni vlo`uvawa**

Godini	Akumulirana dobivka	Vkupni investicii
2002	42.799.675	175.919.022
2003	42.000.000	69.351.657
2004	43.050.000	193.251.088

Stepen na korelacija = 0.994931911

**Korelacija pome|u akumuliranata dobivka i
investicionite vlo`uvawa od sopstveni sredstva**

Godini	Akumulirana dobivka	Invest. vlo`uvawa od sopstveni sredstva
2002	42.799.675	175.919.022
2003	42.000.000	69.351.657
2004	43.050.000	77.012.886

Stepen na korelacija = 0.350252495

Analizata na gore presmetanite korelacii upatuva na slednite soznanija:

Prvo, korelacijata pome|u dividendata i vkupnite investicioni vlo`uvawa ima stepen na korelacija blisku do eden, {to zna~i stanuva zbor za **relativno jaka pozitivna korelativna vrska** i dvi`ewe vo ist pravec.

Ovaa korporacija ostvaruva uspe{na investiciona i dividendna politika koi {to me|usebno se nadopolnuvaat i uslovuvaat.

Vtoro, soodnosot pome|u vkupnite investicioni vlo`uvawa i akumuliranata dobivka, dobivkata pred i po oddano~uvawe i pome|u dividendata i dobivkata po oddano~uvawe, ima stepen na korelacija blisku do eden, {to poka`uva **relativno jaka pozitivna korelativna vrska** so tendencija za perfektna usoglasenost i dvi`ewe vo ista nasoka.

Treto, soodnosot pome|u investicionite vlo`uvawa od sopstveni sredstva i vkupnite investicioni vlo`uvawa, akumuliranata dobivka i dobivkata po oddano~uvawe i pome|u akumuliranata dobivka i investicionite vlo`uvawa od sopstveni sredstva, ima stepen na korelacija so pozitiven predznak, no podaleku do eden, {to zna~i stanuva zbor za **relativno slaba pozitivna korelativna vrska**.

Podatocite upatuvaat na toa deka za korelaciite koi se daleku od perfektnata usoglasenost postoi mo`nost sovr{eno da se dvi`at vo ista nasoka i da se ostvaruva pouspe{na investiciona politika preku orientacija ne samo kon vlo`uvawa od sopstveni sredstva, tuku i po pat na krediti.

*
* *

Vrz osnova na prethodno iznesenoto, se doaja do soznanie deka dividendnata politika e taa koja ja determinira raspredelbata na neto dobivkata na dividenda i akumuliranata dobivka.

Teorijata na rezidualna dividenda ja nabqduva dividendata kako ostatok, a akumuliranata dobivka kako aktivna varijabila na politikata na raspredelba. Teorijata za irelevantnost na dividendata tvrdi deka vo uslovi na perfekten pazar, vrednosta na korporacijata e nezavisna od raspredelbata na neto dobivkata, dodeka teorijata za relevantnost na dividendata smeta deka postoi direktna me|uzavisnost na dividendnata politika na korporacija i nejzinata pazarna vrednost.

Politikata na konstantno racio na plaawe na dividendata upatuva na faktot deka korporacijata odnapred je go utvrdi toa racio, odnosno procentot {to je se isplati kako dividenda. Se smeta deka korporacijata vodi politika na regularna dividenda ako od period vo period ispla}a ist iznos na dividenda po akcija. Isplatata na pomali regularni dividendi so povremena isplata na ekstra dividenda pretstavuva tret vid na dividendna politika.

Kako posebno zna~aen sakam da go istaknam faktot deka dividendnata i investicionata (razvojnata) politika me|usebno se nadopolnuvaat i uslovuvaat. Imeno, investiciite i investicionata politika kako determinanti za ekonomska i monetarna ramnote`a vo nacionalnata ekonomija, vo golema merka vlijaat vrz uspe{noto ostvaruvawe na dividendnata politika. Toa zna~i deka zdravata investiciona politika je ja vodi zemjata kon stabilnost, napredok i ramnote`a, a istovremeno je bide zna~aen preduslov za ostvaruvawe na celite na dividendnata politika.

Analizata na stepenot na korelacija pome|u dividendata i investiciite vo razli~ni korporacii upatuva na faktot deka edna korporacija ostvaruva uspe{na investiciona i dividendna politika dokolku

stepenot na korelacija pomeju dividendata i investiciite e eden ili blisku do eden {to zna{i tie se usoglasuvaat i se dvi`at vo ista nasoka. Toa sekako pozitivno }e se odrazi vrz celokupното rabotewe na konkretnata korporacija.

ZAKLU^OK

Vo istra`uvawata na politikata na finansirawe i dividendnata politika vo korporaciite, dojdov do opredeleni soznanija na koi vo tekstot upativ. Tie soznanija upatuvaat na slednive zaklu~oci:

Prvo, istra`uvawata poka`uvaat deka vo modernite pazarni ekonomii korporativnite pretprijatija se dominantna forma na organizacija na stopanskite subjekti. Od aspekt na akumuliraniot kapital kaj niv i vrednosta {to ja sozdavaat, tie pretprijatija se, bez konkurencija “kremot” na nacionalnite ekonomii i neretko se opi{uvaat kako lokomotivi na ekonomskiot razvoj. Postojat odreden broj osnovni karakteristiki na korporaciite koi{to se niven osoben beleg {to pridonesuva za ekonomskiot uspeh na taa organizaciona forma na pretprijatija, meju koi najzna~ajni se slednive:

- ograni~enata odgovornost na investitorite/sopstvenicite;

- slobodnata transferibilnost na sopstveni~kiot vlog na investitorite (akciite);

- statusot na pravno lice na korpoacijata;

- centraliziraniot menaxment.

So toa, i koga se vo pra{awe korporativnite pretprijatija se potvrduva starata `ivotna aksioma deka neкои raboti se predobri za da bidat vistiniti. Navedenite karakteristiki na korporaciite, koi{to primarno pridonesuvaat za uspe{nosta na taa organizaciona forma vo uslovi na pazarna ekonomija, generiraat i predvidлива niza na konflikti i problemi

{to rezultiraat vo permanentna negativna strukturna karakteristika na celokupniot korporaciski sistem.

Vtoro, osnoven i najva`en uslov bez koj korporacijata ne mo`e da funkcionira sekako e postoeveto na kapital, a pred si optimalna struktura na kapitalot koja istovremeno vlijae i na likvidnosta i na rentabilnosta. Imaj}i go toa vo predvid, pred menaxerite se postavuva mnogu odgovorna zada~a za iznao|awe na optimalen odnos pome|u sopstveniот i dolgoro~no pozajmeniот kapital. Formiranata struktura na kapitalot se javuva kako zna~aen faktor koj gi determinira tro{ocite na anga`iraniот kapital t.e. negovata prose~na cena. Dostignatiот stepen na zadol`enost gi odreduva kreditniот bonitet na korporacijata, a so toa gi determinira i pazarnite procenki za stepenot na rizik na vlo`uvaweto na potencijalnite investitori. Toa zna~i deka postojnata struktura se javuva kako faktor za opredeluvawe na stapkata na prinos na investiciite {to minimum treba da se ostvari za da ne dojde do namaluvawe na pazarnata vrednost na korporacijata.

Finansiskite menaxeri sekoga{ treba da se stremat da vospostavat optimalna struktura na kapitalot, no pritoa da imaat vo predvid deka univerzalno optimalna kombinacija ne postoi i deka koristeweto na tu|ite sredstva e korisno, no samo do onoj stepen i obem koj doveduva do namaluvawe na ponderiraniот prose~en tro{ok na vkupniот kapital, a so toa i do zgolemuwawe na vrednosta na korporacijata.

Akcionerskiот kapital, kako sovremena forma na finansirawe na op{testvenata reprodukcija, ovozmo`uva opredeleni ekonomski prednosti za nacionalното stopanstvo. Ovde, pred se, treba da se istaknat mo`nostite za brzo i relativno ednostavno mobilizirawe na slobodnite pari~ni sredstva i nivno anga`irawe vo finansiraweto na korporaciите, mo`nost za brzo i efikasno proizvodno i finansisko prestruktuirawe.

Treto, finansiskiот pazar kako integralen pazar sostaven od pazarot na pari, pazarot na kapital i pazarot na devizi, podrazbira organizirano mesto na koe{to, pod opredeleni uslovi, se sretnuvaat ponuduva~i i pobaruva~i na pari, devizi, kapital i

kako rezultat na toa se formira cena, odnosno kapitalna stapka na parite, kapitalot i devizite.

Za uspeh i opstojuvawe na pazarot na kapital treba da se zadovolat slednive nekolku uslovi:

- Odr`uvawe na dolgoro~na makroekonomska stabilnost, stopanski rast, niska inflacija i porast na profitite na korporativnite pretprijatija;

- Pottiknuvawe na pobaruva~kata za novite emisii na hartii od vrednost;

- Razvoj na institucionalnite investitori (investicionite fondovi, osiguritelni dru{tva, penziski fondovi),

- Regionalno povrzuvawe na berzite,

- Dano~ni osloboduvawa (osloboduvawa od pla}awe danok na kapitalna dobivka za ograni~en vremenski period, ponizok danok na dobivka za kotirane korporacii za ograni~en vremenski period, namaleni stapki na personalen danok na dohod za otkup na novi emisii za hartii od vrednost na kotirani korporacii i sl.

^etvrto, zgolemuwaweto na iznosot na dobivkata (profitot) ne e samo rezultat od rentabilното rabotewe na korporativното pretprijatie, tuku pretstavuva i faktor (pri~ina) za zgolemuwawe na rentabilnosta. Taa svoja uloga dobivkata ja ostvaruva preku politikata na raspredelbata, odnosno preku delot {to se izdvojuva za akumulacija. Opredeluwaweto na iznosot {to treba da se akumulira, isto taka, pretstavuva slo`en problem. Pri negovoto istra`uvawe predmet na moeto interesirawe be{e osobeno karakterot na interesite na u~esnicite vo raspredelbata. Bidej}}i dojdov do zaklu~ok deka naj~esto interesite na potencijalnite u~esnici vo raspredelbata na dobivkata (rabotnicite, akcionerite, menaxerite, dr`avata i korporativното pretprijatie se sprotivstaveni i ne se sovpa|aat so op{tiot interes na pretprijatiето, smetam za neophodno da go potenciram zna~eweto na finansiskata politika koja{to, vo interes na realiziraweto na dolgoro~nite razvojni celi, treba da ovozmo`i takva raspredelba na dobivkata so koja permanentno }e se izdvojuvaat sredstva za finansirawe na razvojt, za rezervi, stimulirawe na korporativniот menaxment i sl. Samo na takov na~in

mo`e, vo idnina, da se podobri sopstveni~kata struktura na kapitalot, da se ostvaruva finansiskata ramnote`a na dolg rok, da se postigne perspektivna likvidnost i da se usoglasat poedine~nite interesi na site participienti vo raspredelbata na dobivkata.

Petto, finansiskata analiza e nerazdeliv segment na ekonomskata analiza, odnosno nejzin podsistem. Vsust, taa pretstavuva permanenten proces na sistematski ispituvawa, ocenuvawa na rezultatite i vnatre{nite rezervi vo domenot na finansiraweto na reprodukcijata i toa po pat na sporeduvawe, ras~lenuvawe i voop{tuvawe, so cel informirawe za mo`nostite za unapreduvawe na finansiskata funkcija.

Vo uslovi na pazarno stopanisuvawe, vo sistem na profit i akcionerstvo, preku finansiskata analiza mu se pomaga na menaxerskiot tim i celokupniot raboten kolektiv vo ostvaruvaweto na postavenite finansiski planovi, se pottiknuva otkrivaweto na optimalni mo`nosti, odnosno vnatre{ni rezervi vo domenot na delovnite zada~i, kriti~ki se razgleduva vkupnata finansiska sostojba na korporacijata, se pribli`uva problematikata na finansiraweto do celokupniot raboten kolektiv, so cel istiot da se aktivira i neposredno da u~estvuva vo razre{uvaweto na finansiskite problemi. Toa zna~i deka finansiskata analiza se javuva kako edna od va`nite funkcii na upravuvaweto, rakovodeweto i kontrolata na finansiite.

Vsust, sistematskoto vlijanie na dinamikata i optimalizacijata na upravuvaweto so finansiite e glavna i op{ta cel na finansiskata analiza koja treba da se tretira kako edna od va`nite dinami~ki komponenti na finansiskiot menaxment i kako sostaven del na finansiskata politika so koja{to so~inuva nerazdeliva i slo`ena celina.

Isto, finansiskiot menaxment pri donesuvaweto odluka za koristewe izvori na finansirawe, mora da se stremi da vospostavi optimalna kombinacija na pozajmenite i sopstvenite izvori na kapital. Bidej{i ne postoji univerzalna optimalna kombinacija {to bi va`ela za site subjekti, finansiskite menaxeri sekoga{ mora da go imaat predvid faktot deka koristeweto na tu|ite sredstva e

korisno za korporativното pretprijatie, no samo do onoj stepen i obem koj doveduva do namaluvawe na ponderisaniot prose~en tro{ok na vkupniot kapital, a so toa i do zgolemuwawe na vrednosta na korporativното pretprijatiето. Isto taka, pri zadol`uvaweto, i pokraj korista od istoto, neophodno e da se vodi smetka i za za~uvuvawe na finansiskata i delovna samostojnost. Vo prilog na ova zna~ajno e da se istaknat i osnovnite faktori {to treba da se imaat predvid pri vospostavuvaweto na optimalna struktura na kapitalot, a takvi se: stopanskiot sistem so site negovi karakteristiki, finansiskiот sistem so site negovi specifi~nosti, pazarot so site negovi komponenti i manifestacii, sistemot na primarna i sekundarna raspredelba, zakonskite propisi {to vladeat vo opredelen moment i dr.

Sedmo, primarna cel na postoeweto i funkcioniraweto na sekoe korporativno pretprijatie e ostvaruvawe na dobivka odnosno pozitiven finansiski rezultat. Kolkava }e bide goleminata na ostvareniот rezultat zavisi od visinata na vkupnata realizacija i od visinata na vkupnite tro{oci.

Postojat razli~ni sistemi na presmetka na tro{ocite koi sosema razli~no vlijaat vrz karakterot i goleminata na finansiskiот rezultat. Sekako, pravilniот izbor na sistemot na presmetka na tro{ocite mo`e zna~itelno da vlijaе vrz poobjektivното utvrduvawe na karakterot i goleminata na finansiskiот rezultat, koj voedno pretstavuva realna osnova za donesuvawe na delovni odluki od vitalen interes za raboteweto na korporacijata.

Posebno zna~ajno pra{awe vo vrska so finansiskiот rezultat e negovata raspredelba, pri {to sekoga{ e prisutna dilemata kolkav del od dobivkata da se zadr`i vo korporacijata, a kolkav del da se transformira na akcionerite.

Razbirlivo e deka visinata na ostvarenata dobivka i celite koi se o~ekuva da se postignat, }e bidat re{ava~ki faktor pri donesuvaweto na delovnite odluki od strana na finansiskiот menaxment, koj sekoga{ treba da ima vo predvid deka podatocite za dobivkata pretstavuvaat osnova za naso~uvawe i vodewe na idnite aktivnosti.

Osmo, dividendata e dohod na akcionerot {to go dobiva od profitot na korporacijata, vrz baza na poseduvawe na akcii. Dividendnata politika pretstavuva podra~je za koe akcionerite se posebno zainteresirani, no istovremeno i podra~je preku koe korporativniot menaxment vodej}i smetka za mo`nata povrzanost pome|u dividendata i pazarnata vrednost na korporacijata, nastojuva da gi zadovolji interesite na korporacijata.

Dobivkata kako osnova za podelba ne mo`e da zavisi od individualnite `elbi i preferencii, tuku isklu~ivo od fakti, pri {to politikata na dividenda sekoga{ mora da se vodi vo ramkite na tie fakti. Osnovata na dividendnata politika ja obezbeduva bilansnata politika i so nea se sozdavaat pretpostavki za realizacija na izbranata dividendna politika.

Odlukata za formulirawe na dividendna politika ne e nezavisna odluka, tuku taa se donesuva zaedno so odlukata za strukturata na tro{ocite na kapitalot, pri {to visinata i stabilnosta na dividendnite isplati pretstavuva centralen problem ~ie uspe{no re{avawe zna~i pravilno formulirawe na uspe{na dividendna politika i donesuvawe na odluki koi }e go vodat korporativното pretprijatie kon ostvaruvawe na postavenite celi.

Devetto, dividendnata politika pretstavuva zna~aen segment na razvojnata (investicionata) politika. Tie me|usebno se zavisni, se nadopolnuvaat i se uslovuvaat edna so druga. Uspe{noto ostvaruvawe na dividendnata politika pretstavuva dobra osnova za uspe{nost na investicionata politika i obratno.

Za uspe{no realizirawe na formuliranata dividendna politika i nejzinite celi, neophodno e da se ispolni zacrtanata investiciona politika i da se zemat vo predvid brojnite faktori koi vlijaat vrz nejzinoto ostvaruvawe kako {to se: problemot na nelikvidnosta, finansiskata struktura, ograni~uvawata vo dogovorite za krediti, stabilnosta na neto dobivkata, stepenot na rentabilnost, itn.

Dokolku se postavi zdrava investiciona politika koja }e ja vodi zemjata kon stabilnost, uspeh i ramnote`a, golemi se {ansite za uspeh i na dividendnata politika koja }e se streми kon celosno

zadovoljvawe na interese na akcionerite, a toa e isplata na visoka dividenda, kako pottik i mo`nost za novi investirawa.

Desetto, aplikativnata analiza na stepenot na korelacija pome|u investicionata i dividendnata politika upatuva na zaklu~ok deka stepenot na korelacija kaj razli~ni korporaciji e determiniran od:

a) postojanosta na ekonomskiot sistem vo nacionalnata ekonomija, vo smisla na stepenot na oddano~uvawe na dobivkata;

b) makro - ekonomskata politika na nacionalnata ekonomija vo koja{to se soodr`ani uslovite za stopanisuvawe;

v) pristapot na sekoja korporacija vo koncipiraweto i ostvaruvaweto na svojata delovna strategija i politika na kratok i podolg rok.

Edinaesetto, korporaciite koi{to kontinuirano sozdavaat dobivka i pogolem del od dobivkata po oddano~uvawe ja investiraat se smetaat za uspe{ni korporaciji bidej{i napreduvaat i sozdavaat podobra perspektiva. Toa od aspekt na akcionerite mo`ebi bi bilo kritikuvano, no na podolg rok so samoto investirawe vo korporacijata od sredstvata od dobivkata i so pouspe{noto rabotewe i zgolemuwawe na nejziniot ekonomski i finansiski imix, se zgolemuva vrednosta na korporacijata, a so toa i vrednosta na akciite. Vo korporaciji vo koi{to pomalku se investira, a pogolem del odi za dividenda, mo`e da se dojde do sostojba na nazaduvawe, odnosno razvivawe so namalena dinamika, so {to vo krajna distanca, gledano na podolg rok, akcionerite pove}e gubat otkolku {to dobivaat.

Dvanaesetto, imaj{i go vo predvid faktot deka golem broj nacionalni ekonomii se soo~uvaat so problemi vo vrška so nepovolna finansiska struktura i dolgotrajna op{ta nelikvidnost {to generiraat negativni vlijanija vrz ostvarenata rentabilnost, neophodno e prezemawe na opredeleni aktivnosti {to bi se sostoele, glavno, vo sledново:

- postignuvawe celosen nau~no opravdan i politi~ki poddr`an konsenzus vo izgradbata i donesuvaweto na dolgoro~na i srednoro~na strategija za rast i razvoj na nacionalnata ekonomija;

- prestrukturirawe na marketingot, proizvodniot asortiman, organizacijata na raboteweto, menaxmentot i sl.;

- poefikasno iskoristuvawe na raspolo`livite postojani i obrtni sredstva. Toa podrazbira zgolemen obem na delovna aktivnost, osloboduvawe od sredstvata {to ne se upotreblivi ili {to sozdavaat visoki tro{oci, i toa preku nivna proda`ba, zabrzana naplata na dolgoro~nite plasmani, osobeno toga{ koga }e bidat iskoristeni za razvojni celi, osloboduvawe od nekurentni zalihi, zabrzana naplata na pobaruvawata, skratuvawe na denovite na vrzuvawe na vkupnite i oddelnite vidovi obrtni sredstva i sl.;

- na stranata na izvorite na finansirawe da se iskoristuvaat mo`nostite za reprogramirawe na dolgovite i eventualna konverzija na kratkoro~nite vo dolgoro~ni krediti, zgolemuwawe na iznosot na avtonomnite izvori itn.;

- podobruvawe na plate`nata sposobnost, pravilen izbor na solidni delovni partneri, primena na kompenzacijata, cesijata, asignacijata i drugite na~ini na pla}awe itn.;

- zgolemuwawe na elasti~nosta na merkite na monetarno - kreditnata politika, a vo funkcija na nejzina liberalizacija do onoj stepen {to ovozmouva stopanski razvoj.

Trinaesetto, vo uslovi na nepovolni stopanski aktivnosti, kako posledica od namalena investiciona aktivnost, prosledena so niza negativni ekonomski i socijalni implikacii, osobeno izrazeni vo nevrabotenost i socijalna nesigurnost, neophodno e ekonomsko prestrukturirawe preku sozdavawe na novi mali privatni pretprijatija, sozdavawe na uslovi za promena na ekonomskite principi vo delovното rabotewe, kako i jaknewe na konkurentskata sposobnost na nacionalnata ekonomija.

Sozdavaweto na ednakvi uslovi za nepre~eno stopanisuvawe na site stopanski subjekti }e obezbedi preduslovi za razvoj na konkurencijata koja vodi kon konkurentno sposobna ekonomija. Toa e dolg pat koj bara doslednost, konzistentnost i transparentnost na site donositeli na odluki vo nacionalnata ekonomija.

BIBLIOGRAFIJA

a) Knigi

1. Brigham F. Eugene, Gapenski C. Louis: „Financial management, Theory and Practice”, Seventh edition, The Dryden Press Hareourt Brace College, Publishers, New York, 1994.
2. Bernsten A. Leopold, Wild J. John: „Financial statement analysis (Theory, application and interpretation)” City University of New York at Baruch, 1997
3. Vitanova m-r Gordana: “Pazarot na kapital vo sovremenata teorija i praktika i negovite funkcii vo finansiraweto na pretprijatijata”- doktorska disertacija odbraneta na Ekonomski fakultet - Prilep, 2000.
4. Vuwak d-r Nenad: “Finansiski menaxment (poslovne finansije 3)” Ekonomski fakultet, Subotica, 2001
5. Gerald White, Ashinapul Sodhi, Dov Fried: „The Analysis and Use of Financial Statements”, „Aaliza i koristewe na finansiskite izve{tai”, Komisija za hartii od vrednost na Republika Makedonija, 2003 god.
6. Gradi{ka - Temenugova d-r Olga: “Makroekonomskite performansi na Republika Makedonija - centrifugalna sila na patot kon Evropa”, Ekonomski fakultet - Skopje, 2000.

7. Grupa autora: "Finansiska tr`i{ta i berze", Ekonomski fakultet - Beograd, 1998.
8. Grupa autora: "Emisija hartija od vrednost u funkciji razvoja", Ekonomski institut, Beograd, 1999.
9. Grupa autora: "Ekonomski biznis leksikon", Savremena administracija, Beograd, 1994.
10. Drakulevski d-r Qubomir: "Novite re{enija vo upravuvaweto so akcionerskite dru{tva - pra{awa i dilemi", Ekonomski fakultet - Skopje, 2003 god.
11. Denis E. Logue: „Handbook of Modern Finance", Waren, Gorham and Lamont, Boston, New York, 1990.
12. Zdravkovski d-r Zdravko: "Tro{oci, celi - delovni rezultati (faktori i praktika)", Metafora, Prilep, 1996.
13. Ivanovi} d-r Zoran: "Finansiski menaxment", Sveu~ili{te u Rijeci, 2000.
14. J. C. Van Horne: „Finansisko upravljanje i politika", devetto izdanje, Mate, Zagreb, 1994.
15. Jovanovski d-r Tihomir: "Finansiski Pazar", Ekonomski centar, Skopje, 1994.
16. Jovanovski d-r Tihomir: "Monetarna ekonomija", Mislja, Skopje, 1995.
17. Jurkovi~ d-r Srboqub: "Bankarstvo", Nau~na kwiga, Beograd, 1990.
18. Kawevac d-r Miloje: "Poslovne finansije", Ekonomika, Beograd, 1992.
19. Kikerkova d-r Irena: "Stranskite direktni investicii vo zemjite vo tranzicija (so poseben osvrt na sostojbite vo Republika Makedonija)", Ekonomski fakultet - Skopje, 1998.
20. Kostij d-r Branislav: "Berza hartija od vrednosti i berzansko poslovawe", Beograd, 1991.
21. Krasuqa d-r Dragan: "Poslovne finansije", VI izdawe, Beograd, 1994.
22. Kqusev d-r Nikola: "Investiciono - razvojni problemi", Matica makedonska, Skopje, 2001.
23. Louis Engel i Henri B. Hecht: „How to buy stocks" Brown and Company, New York, 1994.
24. Qubosavlevij m-r Sne`ana: "Metodolo{ki problemi sastavqawa i ~itawa izve{taja o tekovima kapitala", magisterski trud, Beograd, 1992.

25. Markovski d-r Slobodan i Nedev d-r Bla`o: "Smetkovodstvo na delovniot menaxment", Ekonomski fakultet, Skopje, 1995
26. Markovski d-r Slobodan: "Tro{kovi u poslovnom odlu~ivawu", Nau~wa kwiga - Beograd, 1991.
27. Nestorovski d-r Metodija: "Investiciona odluka", Ekonomski fakultet, Skopje, 1996.
28. Nestorovski d-r Metodija: "Investicionen menaxment", Ekonomski fakultet - Skopje, 2003.
29. Pavi~evi~ d-r Bo`idar: "Ugovori u lizingu, fran{izingu, faktoringu i forfeitingu", Agencija Intelekt, Beograd, 1990.
30. Pierce L. James: „The future of banking”, The Twenticth Century Fund, London, 1991.
31. Pinches E. G.: „Esentials of Financial Management”, New York, 1990.
32. Prevala d-r [aban: "Finansirawe na biznisot", Agencija Akademik, Skopje, 1996.
33. Penman Stephan: „A Comparison of Dividend, Cash Flow, and Earnings Approaches to Eguity Valuation”, University of California at Berneley, 1995.
34. Rodi~ d-r Jovan: "Poslovne finansije", Ekonomika, Beograd, 1991.
35. Rodi~ d-r Jovan: "Poslovne finansije i procena vrednosti preduze}a", Ekonomika, Beograd, 1993.
36. Rusevski d-r Trajko: "Finansisko smetkovodstvo", Ekonomski fakultet - Skopje, 2002.
37. Samuels J. M. Wilnes, FM and Brayshaw B. E. Management of Company Finance, Champan and Hall, London, 1991.
38. Slovi} d-r Dragoslav: "Savremeni finansiski menaxment", Ekonomika, Beograd, 1991.
39. Sloveski d-r Trajko: "Makedonskata ekonomija vo tranzicija", Ekopres, Skopje, 1995.
40. Spasov d-r Sini{a: "Finansiski menaxment", Unija, Skopje, 1997.
41. Stani{i} d-r Milovan,]irovi} m-r Ratomir: "Problematika finansirawa firmi", Bar, 1993.
42. Stojanovi} Todor: "Analiza na raboteweto na pretprijatijata", Sojuz na smetkovodstvenite i

- finansiskite rabotnici na Makedonija, Skopje, 1990.
43. Stojanov d-r Veljo: "Osnova na parno - finansovata teorija i politika", Loren, Sofija, 1992.
 44. Tadi} d-r Momilo: "Me|uzavisnost procjene i modela transformacije", Budva, 1995.
 45. Trajkoski d-r Branko:
 - "Delovni finansii so finansiski menaxment", Ekonomski fakultet - Prilep, 2002.
 - "Bilansirawe i bilansi", Ekonomski fakultet - Prilep, 2001.
 - "Fiansiski sistemi", Ekonomski fakultet - Prilep, 1996.
 46. Trajkoski d- r Branko i Trajkoska d- r Gordana: "Upravuvawe so obrtnite sredstva", Ekonomski fakultet - Prilep, 1999.
 47. Trajkoska d-r Gordana: "Finansiskata struktura i profitabilnosta na pretprijatijata", Ekonomski fakultet - Prilep, 1998.
 48. Trpeski d-r Qube:
 - "Poimnik na sovremenata pazarna ekonomija", Ekonomski fakultet - Skopje, 1993.
 - "Pari i bankarstvo", Ekonomski fakultet - Skopje, 1995.
 49. Uzunov d-r Nikola: "Sovremenite ekonomski sistemi", Ekonomski fakultet - Skopje, 2000.
 50. Filipovski d-r Vladimir:,,
 - "Akcionerski kapital", Ekonomski fakultet - Skopje, 1992.
 - "Pazarot na kapital i razvojot na finansiskiot sektor vo procesot na ekonomska tranzicija", Ekonomski fakultet - Skopje, 2002.
 51. Fiti d-r Taki: "Ekonomijata na Makedonija vo tranzicija", MANU, Skopje, 2002.
 52. Fridson S.M.: „Financial Statement Analysis”, New York, 1991.
 53. Hartley F. Robert: „Uspesi i proma{ai - primeri iz svetskog biznisa”, Informator - Zagreb, 1993.
 54. ^epujnoski d-r \or|i: "Ekonomsko planirawe", Ekonomski fakultet - Skopje, 1999.
 55. [imi} An|elko: "Tr`i{no poslovawe - 100 pitawa i odgovori", Informator, Zagreb, 1994.

56. [uklev d-r Bobek: "Strategiski menaxment", Ekonomski fakultet - Skopje, 2001.

b) Statii, referati na simpoziumi i sovetuvawa i trkalezni masi

1. Arsovski d-r Dragoqub: "Globalizacijata na finansiskite pazari vo svetot i potrebata od nov koncept na devizen sistem vo Republika Makedonija", Me|unaroden simpozium po povod 40 godini od dejnosta na Ekonomskiot fakultet - Prilep, 2000god.;
2. Bi{ev d-r Gligor: "Finansiskoto prestrukturirawe i makroekonomskata stabilnost", Nau~en sobir, Skopje 2001 god.;
3. Bogoev d- r Ksente: "Novi finansiski makroekonomski predizvici", Nau~en sobir, Skopje 2001 god.;
4. Vuwak d-r Nenad: "Finansiska sanacija na pretprijatijata", "Profesija bankar", Skopje 1998 god.;
5. Vukovi} d-r Dragoslav: "Forfetirawe", "Profesija bankar", Skopje 1997god.;
6. Zdravkoski d-r Zdravko: "Finansiskite izve{tai - pojdovna osnova na menaxmentot za re{avawe na konfliktnite celi vo trgovskite dru{tva", Me|unaroden simpozium - Prilep, 2000 god.;
7. Ivanovi} m-r Petar: "Za{tita na kapitalot po pat na hexing transakcii", "Profesija bankar", Skopje, 1998 god.;
8. Jako~evi} d-r Klara: "Analiza na opravdanosta na vlo`uvaweto na kapital so Mapi metodata", "Profesija bankar", Skopje, 1998 god.
9. Jovanovski d-r Tihomir:
 - "Dinami~na ekonomija", Bilten na Ministerstvoto za finansii, 2003;
 - "Globalizacija na me|unarodnite ekonomski i finansiski tekovi", "Ekonomija i biznis", 2003;
 - "Makroekonomskata politika vo oblasta na finansiite", "Ekonomija i biznis", 2002;
 - "Stranska finansiska poddr{ka na makedonskoto stopanstvo I i II", "Ekonomija i biznis", 2001 god.,

- “Nacionalna ekonomija”, “Ekonomija i biznis”, 2001 god.;
 - “Inflacijata i antiinflacionata politika”, “Ekonomija i biznis”, 2001 god.;
 - “Reformski pristap vo koncipiraweto i ostvaruvaweto na ekonomskiot sistem i makro - ekonomskata politika vo Republika Makedonija”, Me|unaroden simpozium po povod 40 godini od dejnosta na Ekonomskiot fakultet - Prilep, 2000god.
 - “Razvojna ekonomija”, “Ekonomija i biznis”, 2000god.;
 - “Pazarna ekonomija”, “Ekonomija i biznis”, 2000 god.;
 - “Aktionerska ekonomija I i II”, “Ekonomija i biznis”, 2000 god.;
 - “Reformski pristap vo koncipiraweto i ostvaruvaweto na ekonomskiot sistem i makroekonomskata politika vo Republika Makedonija I i II”, “Ekonomija i biznis”, 2000 god.;
 - “Kompanii za rizi~ni vlo`uvawa (Venture Capital Companies - VCC)”, “Ekonomija i biznis”, 1999god.;
 - “Finansiskata struktura vo Republika Makedonija I i II”, “Ekonomija i biznis”, 1999god.;
 - “Edno viduvawe vo vrska so koncipirawe i ostvaruvawe na alternativna makroekonomska strategija i politika vo Republika Makedonija I i II”, “Ekonomija i biznis”, 1999god.;
 - “Stabilizaciona ili razvojna monetarno - kreditna politika (teoretski i aplikativni aspekti) I i II”, “Ekonomija i biznis”, 1999god.
 - “Nekoi teoretski i aplikativni aspekti na finansiraweto na pretprijatijata na pazarot na kapital”, IX Simpozium, Struga, 1997 god.
10. Jovanovski d-r Pan~e: “Obvrznicite kako marginaliziran izvor na kapital vo Republika Makedonija”, Me|unaroden simpozium - Prilep, 2000god.;

11. Kostov Hari: "Zošto stranskiot kapital ne (vleguva) vo Makedonija", Nau~en sobir, Skopje 2001 god.;
12. Kqusev d-r Nikola: "Republika Makedonija od dezinvesticii kon nade`en ekonomski razvoj ", Nau~en sobir, Skopje - 2001 god.;
13. Krapir d-r Borko: "Kvantifikacija na kamatniot rizik na bankite", "Profesija bankar", Skopje - 1997god.;
14. Nestorovski d-r Metodija: "Mo`nosti za povisoko nivo na investicii vo Republika Makedonija", Nau~en sobir - MANU, Skopje, 2004 god.;
15. Panoska d-r Violeta: "Osnovni finansiski koncepti za delovno planirawe", IX simpozium - Struga, 1997 god.;
16. Risti} d-r Igor: "Kodeks na odnesuvawe na svetskiot finansiski Pazar", "Profesija bankar", Skopje 1996 god.;
17. Trajkoski d-r Branko:
 - "Me|unarodnite smetkovodstveni i revizorski standardi vo funkcija na reformite i razvojt na pazarite na hartii od vrednost", Me|unaroden simpozium - Prilep, 2000god.;
 - "Upravuvawe so pobaruvawata od kupuva~ite", IX Simpozium - Struga 1997 god.;
 - "Finansiskite standardi vo funkcija na upravuvawe na finansiite", VI Simpozium - Struga 1994 god.;
 - "Pravila i standardi za vodewe na politikata na likvidnost vo stabilni i nestabilni uslovi na stopanisuvawe", V Simpozium - Skopje 1993 god.;
18. Fiti d-r Taki:
 - "Sovremenite teoretski kontraverzi za zna~eweto i dosegot na fiskalnata politika", Nau~en sobir, Skopje 2001 god.;
 - "Makroekonomskata stabilnost i rastot", Nau~en sobir - MANU, Skopje, 2004 god.;
19. Filipovski d-r Vladimir: "Finansiskiот sektor i ekonomskiот razvoj vo Republika Makedonija", Nau~en sobir - MANU, Skopje, 2004 god.

20. [timac d-r Milko: "Mehanizmot na opcija", "Profesija bankar", Skopje 1998 god.
21. [aban Prevala: "Finansiskiot menaxment vo stopanstvoto na Republika Makedonija", Nau~en sobir - MANU, Skopje, 2001god.

v) Zbornici i simpoziumski referati

1. Savez ra~unovodstvenih, finansiskih i revizorskih radnika Srbije.
2. Savez ra~unovodstvenih, finansiskih i revizorskih radnika Hrvatske.
3. Savez ra~unovodstvenih, finansiskih i revizorskih radnika Republika Srpska
4. Sojuz na smetkovoditeli, finansisti i revizori na Republika Makedonija
5. Sojuz na ekonomisti na Republika Makedonija.

g) Spisanija

1. "Ekonomija i biznis", Skopje.
2. "Ekonovski magazin", Skopje.
3. "Ekonomy press", Skopje.
4. "Kapital", Skopje.
5. "Poduze~e banka", Zagreb,
6. "Profesija bankar", Skopje.
7. "Ra~unovodstvo, revizija i poslovne finansije", Beograd
8. "Ra~unovodstvo i finansije", Zagreb.